

Федеральное государственное бюджетное образовательное  
учреждение высшего профессионального образования  
Санкт-Петербургский государственный университет  
Институт «Высшая школа менеджмента»

**КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ КОМПАНИЕЙ  
И ПРИНЯТИЕ РИСКА**

Выпускная квалификационная работа  
студентки 4 курса бакалаврской программы,  
профиль – Финансовый менеджмент  
**БЕЛИКОВОЙ Патрисии Робертовны**

---

Научный руководитель  
к.ф.-м.н., доцент кафедры финансов и учета  
БЕРЕЗИНЕЦ Ирина Владимировна

---

«СООТВЕТСТВУЕТ ТРЕБОВАНИЯМ»

---

«\_\_\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2017 г.

Санкт-Петербург

2017

## **Заявление о самостоятельном выполнении выпускной квалификационной работы**

Я, Беликова Патрисия Робертовна, студентка 4 курса направления 080200 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый Менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Корпоративное управление компанией и принятие риска», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

\_\_\_\_\_ (Подпись студента)

\_\_\_\_\_ (Дата)

## СОДЕРЖАНИЕ

Введение .....	4
Глава 1. РИСК И ПРИНЯТИЕ РИСКА .....	7
1.1 Понятие риска и подходы к его определению .....	7
1.2 Принятие риска .....	9
1.3 Риски, которые принимают банковские холдинговые компании .....	11
Выводы по первой главе .....	17
Глава 2. ВЗАИМОСВЯЗЬ МЕЖДУ ПРИНЯТИЕМ РИСКА И ХАРАКТЕРИСТИКАМИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ .....	19
2.1 Концентрация собственности и принятие риска .....	19
2.2 СЕО и принятие риска .....	22
2.3 Совет директоров и принятие риска .....	25
Выводы по второй главе .....	37
Глава 3. ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ВЗАИМОСВЯЗИ ХАРАКТЕРИСТИК КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ И ПРИНЯТИЯ РИСКА .....	38
3.1 Формулировка гипотез исследования .....	38
3.2 Методология и описание переменных .....	41
3.3 Формирование выборки .....	45
3.4 Описательная статистика переменных .....	46
3.5 Эконометрический анализ .....	52
3.6 Основные результаты исследования .....	55
Заключение .....	57
Список использованной литературы .....	59

## Введение

Основной целью компании является максимизация ценности для акционеров, поэтому для достижения данной цели компании необходима рациональная политика в сфере принятия рисков. Принятие риска является неотъемлемой частью управленческих решений, поэтому менеджерам необходимо понимание того, что неопределенность будущего и возможные нежелательные исходы необходимо принимать для получения более высокой прибыли [Berman, West, 1998]. Принятие риска – это один из способов управления риском для использования благоприятной возможности.

Основной исследовательский вопрос данной работы формулируется так: существует ли взаимосвязь между характеристиками корпоративного управления и принятием риска? В данной работе эта проблема раскрывается на примере банковских холдинговых компаний, которые, имеют гораздо больше стейкхолдеров, например, заемщики, регуляторы, по сравнению с нефинансовыми компаниями. Этот факт играет важную роль в корпоративном управлении банков и принятии ими риска [Laeven, Levine, 2009]. Банк принимает большое количество рисков, основными из которых являются кредитный риск, рыночный риск, риск ликвидности, операционный риск, правовой и регуляторный риск, стратегический риск и риск потери деловой репутации.

Данная проблема стала особенно часто обсуждаться после финансового кризиса 2007-2008 гг. Крах одного из крупнейших финансовых институтов США Lehman Brothers положил начало самому масштабному финансовому кризису, который был вызван чрезмерным принятием риска банками. Рыночная капитализация банков США и Европы снизилась более чем на три триллиона евро или на 82% в период с мая 2007 года по март 2009 года<sup>1</sup>. Считается, что недостаточно эффективная работа механизмов корпоративного управления банков являлась одной из основных причин кризиса [Strebel, 2009; Bebchuk, Spamann, 2010]. Согласно исследованию, проведенному Советом по Финансовой Стабильности «Thematic Peer Review on Risk Governance» одной из причин финансового кризиса 2007-2008 гг. было несоблюдение советом директоров финансовых институтов своих функций и обязанностей, когда они принимали риски и управляли ими<sup>2</sup>. Организация экономического сотрудничества и развития в своем отчете «Corporate Governance and the Financial Crisis» сравнивает провал механизмов корпоративного

---

<sup>1</sup> Bank Risk during the Financial Crisis [Электронный ресурс] // European Central Bank. – Режим доступа: [https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/conference/2011/global\\_sys\\_risk/Bank\\_risk%20during\\_financial\\_crisis\\_business\\_models\\_matter\\_European\\_Central\\_Bank.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/conference/2011/global_sys_risk/Bank_risk%20during_financial_crisis_business_models_matter_European_Central_Bank.pdf) (дата обращения: 25.04.2017)

<sup>2</sup> Thematic Review on Risk Governance Peer Review Report [Электронный ресурс] // Financial Stability Board–Режим доступа : [http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_130212.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130212.pdf) (дата обращения: 25.04.2017)

управления банков в предшествующий кризису период по величине с тем, который произошел в компании Enron в 2001 году<sup>3</sup>. Так, например, согласно данному отчету, совет директоров в большинстве случаев не имел четкого представления о том, какие риски принимали банки.

Совет директоров является «высшей точкой» системы корпоративного контроля внутри организации. Согласно принципам корпоративного управления, сформулированным Организацией экономического сотрудничества и развития, совет директоров должен выполнять определенные функции, включающие в себя рассмотрение корпоративной политики в области принятия риска и обеспечение подходящих систем управления риском, которые соответствуют существующим стандартам и законодательству<sup>4</sup>. Совет директоров стоит по главе структуры по принятию рисков и управлению ими и обеспечивает надзор за рисками банковской холдинговой группы. Кроме того, совет директоров утверждает величину принимаемых рисков и вместе с менеджментом банка через свои комитеты управляет ими.

Разделение собственности и контроля в компаниях приводит к появлению агентской проблемы [Berle, Means, 1932]. Такое разделение передает в руки менеджеров, которые не всегда могут действовать в интересах акционеров, власть в принятии стратегических решений. Поэтому, важно понимать мотивы и стимулы менеджеров относительно принятия риска [Pathan, 2009]. Топ-менеджмент, в частности CEO, является ответственным за ежедневное принятие рисков и управление ими, за организацию процессов управления рисками и за соблюдение лимитов риска, установленных советом директоров.

Целью данной работы является определение взаимосвязи между характеристиками корпоративного управления компанией, в частности банковской холдинговой компанией, и принятием риска. Для достижения данной цели были сформулированы следующие задачи:

1. Представить обзор литературы, связанный с определением понятия риска, принятия риска и видов рисков, которые принимают банковские холдинговые группы;

---

<sup>3</sup> Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages [Электронный ресурс] // Organization for Economic Co-operation and Development – Режим доступа : <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf> (дата обращения: 25.04.2017)

<sup>4</sup> Risk Management and Corporate Governance [Электронный ресурс] // Organization for Economic Co-operation and Development – Режим доступа : <http://www.oecd.org/daf/ca/risk-management-corporate-governance.pdf> (дата обращения: 25.04.2017)

2. Проанализировать классическую литературу, современные исследования, посвящённые тематике корпоративного управления, в частности, взаимосвязи между корпоративным управлением компанией и принятием риска;
3. Провести эмпирическое исследование, направленное на установление взаимосвязи между корпоративным управлением и принятием риска банковскими холдинговыми компаниями;
4. Проанализировать результаты, полученные в эмпирическом исследовании и сделать выводы.

Данная работа выполнена в формате эмпирического исследования, инструментами которого являются статистический и эконометрический анализ. В работе проведен регрессионный анализ по панельным данным по 100 американским банковским холдинговым компаниям в период с 2014 год по 2016 год. В качестве характеристик корпоративного управления были рассмотрены характеристики совета директоров и CEO.

Информация о структуре совета директоров и других характеристиках корпоративного управления в банковских холдинговых компаниях собиралась «вручную» из документов DEF 14A – документ, высылаемый акционерам перед предстоящим общим собранием акционеров согласно требованиям Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC). Источником информации о результатах финансово-хозяйственной деятельности и рыночной информации о банковских холдинговых компаниях была электронная база данных Thomson Reuters DataStream.

Данная работа состоит из трех глав, введения, заключения и списка литературы.

В первой главе вводится понятие риска, принятия риска и описываются риски, которые принимают банковские холдинговые группы. Вторая глава посвящена различным аспектам и характеристикам корпоративного управления и их взаимосвязи с принятием риска. Третья глава описывает проведенный эмпирический анализ. С помощью эконометрического анализа была установлена взаимосвязь с определенными характеристиками корпоративного управления. Так, был сделан вывод, что банки с более сильным советом директоров принимают больше риска по сравнению с банками с менее сильным советом директоров. Также была установлена прямая взаимосвязь между долей финансовых экспертов среди независимых членов совета директоров и принятием риска. Более того, результатом эмпирического исследования стал вывод о том, что для банков с более сильным CEO характерно принятие меньшего риска по сравнению с банками с менее сильным CEO.

# Глава 1. РИСК И ПРИНЯТИЕ РИСКА

## 1.1 Понятие риска и подходы к его определению

На сегодняшний день существуют множество определений и формулировок понятия риска ввиду того, что он встречается в совершенно различных дисциплинах. Согласно толковому словарю В. Даля, «рисковать» - это пускаться наудачу, на неверное дело, наудалую, отважиться, идти на авось, делать что без верного расчета, подвергаться случайности, действовать смело, предприимчиво, надеясь на счастье, ставить на кон<sup>5</sup>. С. Ожегов же определяет риск как опасность, возможность неудачи или действие наудачу в надежде на счастливый исход<sup>6</sup>. Таким образом, в языке понятие риска обычно определяется как возможная опасность и надежда на удачу.

Стэнфордская философская энциклопедия относит риск к ситуациям, в которых возможно наступления некоего нежелательно события. Однако ввиду наличия множества частных определений, в ней также приведено пять часто встречающихся определений понятия риска:

1. Риск – это неожиданное событие, которое может произойти, а может и не произойти;
2. Риск – это причина неожиданного события, которое может произойти, а может и не произойти;
3. Риск – это вероятность наступления неожиданного события, которое может произойти, а может и не произойти;
4. Риск – это статистически ожидаемая величина неожиданного события, которое может произойти, а может и не произойти;
5. Риск – это факт того, что решение принято в условиях известной вероятности, то есть данное определение различает решение, принятое в условиях риска, и решение, принятое в условиях неопределенности, когда вероятности являются неизвестными<sup>7</sup>.

Также авторы [Damodaran, 2008] выделяют следующие различия в определениях риска:

---

<sup>5</sup> Даль, В.И. Толковый словарь живого великорусского языка Владимира Даля / В. И. Даль. – 2-е изд. – СПб. : Издание книгопродавца-типографа М. О. Вольфа, 1882. – Т. 4. – 97 с.

<sup>6</sup> Ожегов, С.И. Толковый словарь русского языка / С.И. Ожегов, Н. Ю. Шведова. – 4-е изд. – М. : Мир и Образование, Оникс, 2011. – 2011. – 1702 с.

<sup>7</sup> Stanford Encyclopedia of Philosophy [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://plato.stanford.edu/> (дата обращения: 25.04.2017)

1. Риск в сравнении с вероятностью - некоторые определения риска фокусируются преимущественно на вероятности того, что событие произойдет, в то время как другие, более обширные, включают в себя как вероятность события, так и его последствия.
2. Риск в сравнении с угрозой – в некоторых дисциплинах риск противопоставляется угрозе, которая определяется как событие с достаточно низкой, сложно оценимой, вероятностью наступления, но влекущее за собой значительные негативные последствия. В то время как риск – это событие с высокой вероятностью наступления, но для которого существует достаточно информации как для оценки вероятности наступления события, так и его последствий.
3. Риск в сравнении с негативными последствиями – некоторые определения риска фокусируются только на негативных последствиях и исходах, в то время как другие, более обширные, рассматривают изменчивость и непостоянность среды в целом в качестве риска, который может включать в себя как позитивные, так и негативные последствия.

По мнению авторов [Crouhy, Galai, Mark, 2005], реальный риск – это риск того, что затраты неожиданно повысятся, или риск того, что появятся некие новые затраты ниоткуда во время реализации проекта. То есть риск определяется тем, насколько изменчивыми являются доходы и затраты. Автор [Кузнецов, 1997] считает, что риск характеризует неопределенность финансовых результатов в будущем, обусловленную неопределенностью самого будущего. Авторы [Кирюшкин, Ларионов, 2009] выделяют три основных элемента риска:

1. Неопределенность – риск может существовать только тогда, когда существует несколько вариантов развития события;
2. Ущерб – риск существует, если хотя бы один вариант развития события может привести к ущербу;
3. Значимость – риск существует, если предполагаемое событие обладает практическим значением и затрагивает интересы хотя бы одного субъекта.

В отчете, подготовленном Международной финансовой корпорацией, – финансового института, созданного с целью обеспечения притока инвестиций в развивающиеся страны – «Risk-taking: A Corporate Governance Perspective» делается акцент на том, что риск – это сочетание угрозы и возможности. И именно эти возможности, потенциальные позитивные исходы, определяют привлекательность риска.



Таким образом, есть смысл рассматривать более широкие определения риска, которые включают в себя как позитивные, так и негативные последствия<sup>8</sup>.

В 1952 году Г. Марковиц обратил внимание, что инвесторы должны диверсифицировать свои портфели, так как риск диверсифицированного портфеля является более низким, чем риск каждого отдельного актива, входящего в него. Таким образом, Г. Марковиц сформировал теорию, с помощью которой инвесторы могут формировать диверсифицированные портфели, которые максимизируют доходность при любом заданном уровне риска (либо же минимизируют риск, при заданном уровне доходности) [Markowitz, 1952]. Теория Г. Марковица была логично продолжена Д. Линтнером, Д. Трейнором и Б. Шарпом и их моделью ценообразования активов CAPM, в условиях которой риск актива требует определенной компенсации или премии, то есть в данном случае термин «риск» трактуется в соотношении риск-доходность [Коробова, 2003]

## 1.2 Принятие риска

Принятие риска является неотъемлемой частью принятия управленческих решений и понимая того, что неопределенность будущего и возможные нежелательные исходы необходимо принимать для получения лучших результатов [Berman, West, 1998]. Принятие риска и управление им являются разными сторонами одной монеты [Crouhy, Galai, Mark, 2005]. Согласно Международному стандарту ISO 31000:2010 «Менеджмент риска. Принципы и Руководство» принятие риска – это один из способов воздействия на риск, то есть управления риском для использования благоприятной возможности. Другими, альтернативными, но не взаимоисключающими способами воздействия на риск являются:

1. Избегание риска посредством решения не начинать или не продолжать деятельность, в результате которой возникает риск,
2. Устранение источника риска,
3. Изменение возможности,
4. Изменение последствий,
5. Разделение риска с другой стороной или сторонами (включая контракты и финансирование риска),

---

<sup>8</sup> Risk-taking: A Corporate Governance Perspective [Электронный ресурс] // International Financial Corporation. – Режим доступа: <http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/9ff11a804c40464698dddaf12db12449/RiskGovJuly2012.pdf?MOD=AJPERES> (дата обращения: 25.04.2017)

## 6. Осознанное удержание риска<sup>9</sup>.

Одним из главных критериев, насколько хорошо и успешно компания принимает риски, является то, увеличивается ли ценность компании ввиду принятых рисков. Это определяется тем, превышают ли позитивные последствия принятия риска, а именно высокие избыточные доходы на протяжении длительного времени, негативные последствия, то есть более изменчивую прибыль компании и потенциально более высокую стоимость капитала [Damodaran, 2008].

С одной стороны, существует доказательство, что принятие рисков приводило к более высоким доходам и инвесторов, и компаний. Например, в двадцатом веке в США те, кто решил инвестировать свои сбережения в акции, получили доходы, значительно превышающие те, которые получили инвесторы, вложившиеся в более безопасные государственные и корпоративные облигации. Компании из секторов, классифицированных как сектора с высокими риском, сгенерировали, в среднем, более высокие доходы для своих акционеров, чем компании из секторов с низким риском. Это показывает, что компании с более изменчивыми прибылями или ценами акций исторически имели более высокие доходы, чем компании с относительно стабильными прибылями и ценами акций [Wallis, 2005].

С другой стороны, принятие рисков бывает непродуманным и также может привести к негативным последствиям для компании. В своем исследовании Бауман обнаружил негативную взаимосвязь между величиной принимаемого риска и доходностью компаний [Bowman, 1980]. Данный феномен был назван Парадоксом Баумана и в последствии подвергался множеству тестов. В своих следующих исследованиях Бауман утверждал, что некоторые компании принимают существенные, но менее оправданные риски [Bowman, 1982]. В более поздних работах авторы разбили компании на две категории, а именно на компании, которые имеют рентабельность собственного капитала ниже и выше среднеотраслевого, и отметили различие во взаимосвязи между риском и доходностью для компаний этих двух категорий. Для фирм, чья рентабельность была ниже целевого уровня, взаимосвязь между риском и доходностью была негативной, в то время как для фирм, чья рентабельность была выше целевого уровня, эта взаимосвязь была позитивной [Fiegenbaum; 1988].

Таким образом, компании, которые избирательны по отношению к тому, какие риски они принимают, могут использовать их в собственных целях для получения

---

<sup>9</sup> ISO 31000:2010 «Менеджмент риска. Принципы и Руководство» [Электронный ресурс] // Международная организация по стандартизации. – Режим доступа: <http://www.novsu.ru/file/1156050> (дата обращения: 25.04.2017)

преимущества, однако компании, которые принимают риски без существенного анализа, могут серьезно пострадать.

### **1.3 Риски, которые принимают банковские холдинговые компании**

Оценка, управление и разделение риска являются одними из основных функций банковского сектора<sup>10</sup>. В финансово-кредитном словаре банковский риск определяется как опасность потерь, вытекающих из специфики банковских операций, осуществляемых кредитными учреждениями<sup>11</sup>. Другие же авторы [Коробова, 2003] определяют банковский риск как ситуацию, порожденную неопределенностью информации, используемой банком для управления и принятия решений. Процесс управления рисками является одним из наиболее важных элементов банковской политики.

Информация о принимаемых банками рисках прописана либо в специальных нормативных документах либо в годовых отчетах банков и банковских холдинговых групп. Процесс управления рисками состоит из нескольких этапов:

1. идентификация рисков,
2. формирование систем управления выделенными группами рисков,
3. планирование уровня подверженности рискам,
4. установление аппетита к риску,
5. управление совокупным уровнем риска<sup>12</sup>.

Согласно документу «Общие вопросы организации процесса внутренней оценки достаточности капитала», выпущенному комитетом по стандартам Базель II и управлению рисками Ассоциации российских банков – негосударственная и некоммерческая организация, в которую входят российские коммерческие банки – существует два качественных метода оценки рисков. Первым методом является метод экспертных оценок, то есть оценка риска отражает консолидированную позицию экспертов банка. Второй метод – это упрощенный сценарный анализ, то есть экспертная оценка риска при условии

---

<sup>10</sup> Bank Risk during the Financial Crisis [Электронный ресурс] // European Central Bank. – Режим доступа: [https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/conference/2011/global\\_sys\\_risk/Bank\\_risk%20during\\_financial\\_crisis\\_business\\_models\\_matter\\_European\\_Central\\_Bank.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/conference/2011/global_sys_risk/Bank_risk%20during_financial_crisis_business_models_matter_European_Central_Bank.pdf) (дата обращения: 25.04.2017)

<sup>11</sup> Гаретовский, Н.В. Финансово-кредитный словарь / Н.В. Гаретовский. – 2-е изд. – М. : Финансы и статистика, 1994. – Т. 3. – 12 с.

<sup>12</sup> Информация о принимаемых рисках, процедурах их оценки, управления рисками и капиталом банковской группы ПАО Сбербанк за 2015 год [Электронный ресурс] // ПАО Сбербанк. – режим доступа: [www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/Otchet-riski-1Jan2016.pdf](http://www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/Otchet-riski-1Jan2016.pdf) (дата обращения: 25.04.2017)

организации определенного развития ситуации<sup>13</sup>. Для стратегического анализа риск обычно оценивается качественно, то есть потенциальные последствия классифицируются по субъективной шкале. Некоторые из них являются достаточно простыми и имеют один-два уровня (высокое, среднее и низкое влияние), некоторые имеют намного больше уровней (например, с 1-10).

Несмотря на то, что качественная оценка риска является достаточно полезной, ей присущи определенные недостатки. Два аналитика, оценивая один и тот же риск, могут прийти к достаточно разным выводам относительно его последствий. Более того, так как оценка риска производится индивидами, она напрямую зависит от их личностных качеств и отношения к риску [Damodaran, 2008].

К количественному измерению риска банка относится большое количество различных методов, основанных, например, на внутренних кредитных рейтингах, на использовании простых математических методах. Примерами количественного измерения риска являются модель кредитного портфеля, внутренние модели VaR, модели вероятностных денежных потоков и поведенческие модели<sup>6</sup>.

Банковские холдинговые компании обычно используют количественные методы измерения риска. Так, в годовом отчете формы 10-K банковской холдинговой компании JPMorgan Chase прописано, что все принимаемые риски должны быть оценены количественно, за исключением ситуаций, когда компания принимает редкие риски<sup>14</sup>.

Банк принимает большое количество рисков, основными из которых являются кредитный риск, рыночный риск, риск ликвидности, операционный риск, правовой и регуляторный риск, стратегический риск и риск потери деловой репутации. Как правило, многие риски являются взаимосвязанными между собой.

Кредитные операции являются одним из основных видов банковской деятельности, а кредитование – одной из наиболее доходных статей активов банковской деятельности [Лаврушин, Валенцова, 2007]. Существует несколько подходов к определению кредитного риска. Так, кредитный риск может заключаться в опасности неуплаты заемщиком основного долга и процентов или в возможном падении прибыли банка или части

---

<sup>13</sup> Общие вопросы организации процесса внутренней оценки достаточности капитала [Электронный ресурс] // Ассоциация российских банков. – Режим доступа: [https://arb.ru/b2b/docs/obshchie\\_voprosy\\_organizatsii\\_protssessa\\_vnutrenney\\_otsenki\\_dostatochnosti\\_kapita-9752463/](https://arb.ru/b2b/docs/obshchie_voprosy_organizatsii_protssessa_vnutrenney_otsenki_dostatochnosti_kapita-9752463/) (дата обращения; 25.04.2017)

<sup>14</sup> JPMorgan Chase 2016 annual review [Электронный ресурс] // JPMorgan Chase. – режим доступа: <https://www.jpmorganchase.com/corporate/investor-relations/document/2016-annualreport.pdf> (дата обращения: 25.04.2017)

акционерного капитала в результате неспособности заемщика погасить свой долг [Коробова, 2003].

Кредитный риск – это риск возникновения у банка или банковской холдинговой группы убытков вследствие неисполнения, несвоевременного либо неполного исполнения контрагентом финансовых обязательств в соответствии с условиями договора<sup>9</sup>. Зонами данного риска являются снижение кредитоспособности заемщика, то есть нежелание или невозможность полного и своевременного исполнения обязательств по сделке со стороны заемщика, ухудшение качества кредитного портфеля, предоставление крупных кредитов отдельному заемщику или группе связанных заемщиков, концентрация задолженности по отдельным отраслям экономики или географическим регионам.

Еще одним существенным риском, который принимает банк, является риск ликвидности. Банковские холдинговые компании обычно разделяют риск ликвидности на три типа:

1. Риск нормативной ликвидности – это риск нарушения обязательных нормативов ликвидности, требуемых регуляторами;
2. Риск физической ликвидности – это риск неспособности банка исполнить обязательства перед контрагентом ввиду физического недостатка средств;
3. Риск структурной ликвидности – это риск ухудшения нормативной или физической ликвидности ввиду дисбаланса в структуре активов и пассивов.

Риск ликвидности также может снижать способность банка управлять рыночным риском ввиду того, что способность банка удовлетворять недостаток денежных средств с помощью ликвидации активов снижается [Crouhy, Galai, Mark, 2005].

Операционный риск относится к риску возникновения потерь вследствие недостатков во внутренних процессах, не отвечающих требованиям внутренних систем, ошибок сотрудников и противоправных действий [Crouhy, Galai, Mark, 2005]. Примером противоправного действия может быть преднамеренное искажение величины риска транзакции сотрудником банка. Технологический риск, в частности риск информационных систем, также относится к операционному риску банка. Примерами человеческого фактора, или риска совершения ошибок сотрудниками, может служить нажатие не той клавиши на компьютере, непреднамеренное удаление или уничтожение файла и введение неправильного значения в качестве параметра модели.

Правовой и регуляторный риск возникает, если, например, внутренние нормативные документы банка не соответствуют требованиям законодательства или сам банк допускает ошибки при осуществлении своей деятельности, например, неверно составляет договоры [Crouhy, Galai, Mark, 2005]. Основными факторами, которые могут

повлиять на величину данного риска, являются изменение законодательства и усложнение финансовых инструментов<sup>15</sup>.

Риск потери деловой репутации возникает вследствие негативного восприятия банка участниками рынка, клиентами и регуляторами. Данный риск является достаточно значимым для банков и финансовых институтов, так как их деятельность и ее результативность зависит от того, насколько клиенты, контрагенты, кредиторы, рыночные аналитики и регуляторы уверены в банке [Crouhy, Galai, Mark, 2005].

Стратегический риск банка заключается в риске возникновения потерь вследствие принятия ошибочных стратегических решений ввиду недостаточного анализа возможных опасностей, ошибочного определения стратегии развития и перспективных направлений деятельности<sup>16</sup>.

### **Рыночный риск**

Банки все более активно осуществляют операции с ценными бумагами, что приводит к тому, что подверженность банков к рыночному риску увеличивается [Hendricks, Hirtle, 1997]. Рыночный риск – это риск возникновения убытков или снижения прибыли в результате изменения рыночной стоимости активов и обязательств банка вследствие изменения процентных ставок, рыночной стоимости акций, рыночной стоимости финансовых инструментов, курсов иностранных валют и рыночной стоимости биржевых товаров<sup>17</sup>. Данный риск включает в себя систематический риск, то есть риск убытков, связанных с общими колебаниями рыночных факторов риска, так и специфический риск, то есть риск убытков, связанных с колебаниями цены конкретного актива. Эти изменения оказывают влияние на стоимость активов и обязательств банка, поэтому подверженность рыночному риску определяется как волатильностью факторов риска (процентные ставки, котировки ценных бумаг), так и чувствительностью портфеля банка к изменению факторов риска [Hendricks, Hirtle, 1997].

---

<sup>15</sup> Информация о принимаемых рисках, процедурах их оценки, управления рисками и капиталом банковской группы ПАО Сбербанк за 2015 год [Электронный ресурс] // ПАО Сбербанк. – режим доступа: [www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/Otchet-riski-1Jan2016.pdf](http://www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/Otchet-riski-1Jan2016.pdf) (дата обращения: 25.04.2017)

<sup>16</sup> Информация о принимаемых рисках, процедурах их оценки, управления рисками и капиталом банковской группы ПАО Сбербанк за 2015 год [Электронный ресурс] // ПАО Сбербанк. – режим доступа: [www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/Otchet-riski-1Jan2016.pdf](http://www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/Otchet-riski-1Jan2016.pdf) (дата обращения: 25.04.2017)

<sup>17</sup> JPMorgan Chase 2016 annual review [Электронный ресурс] // JPMorgan Chase. – режим доступа: <https://www.jpmorganchase.com/corporate/investor-relations/document/2016-annualreport.pdf> (дата обращения: 25.04.2017)

Банковские холдинговые группы обычно выделяют четыре существенных вида рыночного риска [Crouhy, Galai, Mark, 2005].:

1. Риск изменения процентных ставок – риск, возникающий вследствие изменения уровня процентных ставок. Наиболее простой формой данного риска является риск того, что стоимость портфеля долговых ценных бумаг упадет в результате повышения процентных ставок.
2. Риск изменения цен долевых ценных бумаг – риск, возникающий вследствие изменения котировок долевых ценных бумаг, в частности акций. В общем, данный риск относится к чувствительности портфеля к изменению рыночных индексов.
3. Валютный риск – риск, возникающий вследствие изменения курсов иностранных валют. Изменчивость валютных курсов может привести к снижению доходности инвестиций, осуществленных в другой стране или валюте. Одним из основных драйверов валютного риска является несовершенство рынков, а именно несовершенство взаимосвязи между изменением валютных курсов и процентных ставок.
4. Риск изменения цен биржевых товаров – риск, возникающий вследствие изменения цен на биржевые товары и товарные инструменты.

Также банки принимают на себя риск рыночного кредитного спреда, то есть риск убытков, возникающий в результате изменения рыночных цен на финансовые инструменты, текущая справедливая стоимость которых зависит от рыночной оценки кредитного качества эмитента долговой бумаги при ухудшении кредитного качества эмитента, включая его дефолт, и риск волатильности, то есть риск возникновения убытков, возникающий в результате изменения волатильности цены базового актива финансового инструмента<sup>18</sup>.

Одной из рейтинговых систем оценки банков является система CAMELS, с помощью которой происходил отбор банков США, попадавших под программу спасения финансовой системы США (План Полсона) во время мирового финансового кризиса 2007-2008 гг. Данная рейтинг-система оценивает банки по пятибалльной шкале по следующим признакам:

1. Достаточность капитала (Capital adequacy),
2. Качество активов (Asset quality),

---

<sup>18</sup> Информация о принимаемых рисках, процедурах их оценки, управления рисками и капиталом банковской группы ПАО Сбербанк за 2015 год [Электронный ресурс] // ПАО Сбербанк. – режим доступа: [www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/Otchet-riski-1Jan2016.pdf](http://www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/Otchet-riski-1Jan2016.pdf) (дата обращения: 25.04.2017)

3. Качество управления (Management),
4. Доходность (Earnings),
5. Ликвидность (Liquidity).

В 1995 году Федеральной системой США в данную систему был добавлен шестой компонент «Чувствительность к рыночному риску» («Sensitivity»), что показывает важность управления рыночным риском для банка [Welmore, Brick, 1998].

Чувствительность прибыли и рыночной капитализации банка к изменению процентных ставок является предметом интереса регуляторов, инвесторов и исследователей [Chance, Lane, 1980; Wetmore, Brick, 1994]. В работе [Welmore, Brick, 1998] авторы пришли к выводу, что величина рыночного риска, принимаемая банками, взаимосвязана с волатильностью их акций.

Фондовая составляющая рыночного риска банка включает в себя риск изменения цен долевых ценных бумаг и риск изменения процентных ставок. Оценку рыночных рисков банки осуществляют с помощью методики Value at Risk (VaR), принимая определенной уровень доверительной вероятности, чаще всего 99% или 95% , на малом промежутке времени (от 1 до 10 дней). Value at Risk – это величина максимального возможного убытка на выбранном временном горизонте [Dowd, 2002]. В нормативном документе ПАО Сбербанк, можно увидеть, что рыночный риск банка по портфелю долговых и долевых ценных бумаг на начало 2016 года составлял в сумме 85.3 миллиарда рублей или 88.17% от всего оцененного рыночного риска банковской группы<sup>19</sup>. В Таблице 1<sup>20</sup> приведены доли фондового риска в величине рыночного риска трех крупных американских банковских компаний.

---

<sup>19</sup> Информация о принимаемых рисках, процедурах их оценки, управления рисками и капиталом банковской группы ПАО Сбербанк за 2015 год [Электронный ресурс] // ПАО Сбербанк. – режим доступа: [www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/Otchet-riski-1Jan2016.pdf](http://www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/Otchet-riski-1Jan2016.pdf) (дата обращения: 25.04.2017)

<sup>20</sup> Составлено по:

1. Wells Fargo 2016 annual review [Электронный ресурс] // Wells Fargo. – режим доступа <https://www08.wellsfargomedia.com/assets/pdf/about/investor-relations/annual-reports/2016-annual-report.pdf> (дата обращения: 25.04.2017)

2. JPMorgan Chase 2016 annual review [Электронный ресурс] // JPMorgan Chase. – режим доступа: <https://www.jpmorganchase.com/corporate/investor-relations/document/2016-annualreport.pdf> (дата обращения: 25.04.2017)

3. Bank of America 2016 annual review [Электронный ресурс] // Bank of America. – режим доступа: [http://media.corporate-ir.net/media\\_files/IROL/71/71595/BOAML\\_AR2016.pdf](http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/71/71595/BOAML_AR2016.pdf) (дата обращения: 25.04.2017)



Таблица 1 Доля фондового риска в величине рыночного риска крупных американских банковских холдинговых компаний на конец 2016 года

Название банка	Доля фондового риска
Wells Fargo	96.43%
JPMorgan Chase	68.06%
Bank of America	71.43%

Как видно из данной таблицы согласно годовым отчетам формы 10-K за 2016 год крупнейших банковских холдинговых компаний США Wells Fargo, JPMorgan Chase, и Bank of America фондовый риск, оцененный по методике VaR, составлял 96.43%, 68.06% и 71.43% от всего рыночного риска, принимаемых банками, соответственно. Из этих данных можно сделать вывод, что фондовая часть рыночного риска, принимаемого банком, является достаточно значительной по размеру и может привести к возникновению убытков и снижению стоимости активов, поэтому необходимо осуществлять контроль над тем, сколько фондового риска принимает банк<sup>21</sup>.

### Выводы по первой главе

На сегодняшний день существует множество определений понятия риска, многие из которых объединяет определение того, что риск – это сочетание угрозы и возможности и он включает в себя как позитивные, так и негативные последствия.

Неопределенность будущего и возможные нежелательные исходы являются неотъемлемой частью принятия управленческих решений, и их необходимо принимать для улучшения результативности компании. Принятие риска – это один из способов управления риском для использования благоприятной возможности.

Оценка, управление и разделение риска являются одними из основных функций банковского сектора, а процесс управления рисками является одним из наиболее важных элементов банковской политики.

Банк принимает большое количество взаимосвязанных между собой рисков, основными из которых являются кредитный риск, рыночный риск, риск ликвидности, операционный риск, правовой и регуляторный риск, стратегический риск и риск потери деловой репутации.

<sup>21</sup> Информация о принимаемых рисках, процедурах их оценки, управления рисками и капиталом банковской группы ПАО Сбербанк за 2015 год [Электронный ресурс] // ПАО Сбербанк. – режим доступа: [www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/Otchet-riski-1Jan2016.pdf](http://www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/Otchet-riski-1Jan2016.pdf) (дата обращения: 25.04.2017)

Ввиду того, что банки все более активно осуществляют операции с ценными бумагами, все большее значение принимает рыночный риск банка, который может оказывать существенное влияние на величину прибыли и стоимость активов и обязательств банка.

## **Глава 2. ВЗАИМОСВЯЗЬ МЕЖДУ ПРИНЯТИЕМ РИСКА И ХАРАКТЕРИСТИКАМИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**

Корпоративное управление – это система экономических и юридических отношений и норм, в рамках которых осуществляется распределение корпоративного контроля и прав на денежные потоки между акционерами, менеджерами и разнообразными заинтересованными лицами компании [Бухвалов, Смирнов, 2012]. Международная финансовая корпорация (IFC) определяет корпоративное управление как структуры и процессы, с помощью которых компании управляются и контролируются<sup>22</sup>. В рамках данной работы, также имеет смысл обратить внимание на определение корпоративного управления, которое приводится Центральным Банком РФ. Корпоративное управление – это комплекс мер и правил, которые помогают акционерам контролировать руководство компании и влиять на менеджмент с целью максимизации прибыли и стоимости предприятия<sup>23</sup>. Максимизация ценности для акционеров является основной целью корпоративного управления, а для достижения данной цели компании необходима рациональная политика в сфере принятия рисков, поэтому имеет смысл проанализировать взаимосвязь между характеристиками корпоративного управления и принятием риска.

В данной главе рассмотрены такие характеристики корпоративного управления как концентрация собственности, характеристики совета директоров и CEO и их взаимосвязь с принятием риска.

### **2.1 Концентрация собственности и принятие риска**

В общем виде на сегодняшний день выделяются два базовых типа системы организации собственности и управления в крупных корпорациях, а именно дисперсное (распыленное) владение акциями и доминирование крупных собственников-инсайдеров.

Впервые тип дисперсного владения акциями был описан и проанализирован в работе [Berle, Means, 1932]. Существенные выводы авторов заключались в том, что на американском рынке произошёл переход от концентрированной собственности к распыленной, изначальные владельцы отошли от управления компанией и произошло

---

<sup>22</sup> Corporate Governance [Электронный ресурс] // International Financial Corporation. – режим доступа: [http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics\\_Ext\\_Content/IFC\\_External\\_Corporate\\_Site/IFC+CG](http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/IFC+CG) (дата обращения: 25.04.2017)

<sup>23</sup> Корпоративное управление [Электронный ресурс] // Служба Банка России по финансовым рынкам. – режим доступа: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp\\_management\\_study/index.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp_management_study/index.html) (дата обращения: 25.04.2017)

размывание крупных пакетов акций между множеством мелких акционеров. Данный тип системы организации собственности присущ англо-саксонским странам.

Миноритарные акционеры обладают достаточно мелкой долей собственности, что приводит к тому, что ни один акционер по отдельности не в состоянии оказывать влияние на менеджмент компании, что приводит к развитию агентской проблемы, формированию проблемы «безбилетника», повышению агентских издержек и развитию концепции «слабые собственники – сильные менеджеры».

Данная модель является рыночно-ориентированной моделью корпоративного управления, поэтому одним из обязательных условий существования данной модели является доступность адекватной информации всем участникам рынка и активность рыночных торгов [Francis, Mayer, 1994]. Более того, для выполнения первого условия необходимо наличие активного рынка ценных бумаг [Капелюшников, 2006].

Вторым типом системы организации собственности и управления является доминирование крупных собственников. В данном случае контроль над компанией и деятельностью менеджмента осуществляют доминирующие собственники (blockholders), которым принадлежат блокирующие пакеты акций. В данном случае, существует высокая вероятность наступления конфликта между доминирующими собственниками и миноритарными акционерами [Капелюшников, 2006] ввиду того, что интересы крупных собственников далеко не всегда совпадают с интересами мелких акционеров, в том числе касательно политики в области принятия рисков. Использование таких механизмов, как пирамидальные структуры, перекрёстное владение акциями, владение акциями различных типов предоставляет крупнейшему акционеру или нескольким крупным акционерам контролировать компанию, при этом, не обладая подавляющим правом на денежные потоки [Bebchuk, 1999], что усиливает конфликт между доминирующими и миноритарными акционерами.

### **Крупнейший акционер и принятие риска**

Агентская проблема присутствует во всех компаниях, где произошло отделение собственности от контроля [Berle, Meams, 1932]. Данная проблема вызывает асимметрию в отношении к принятию риска между менеджментом и акционерами [Paligorova, 2009]. Менеджеры стремятся избегать принятия рискованных проектов для того, чтобы обезопасить свой недиверсифицированный человеческий капитал, в то время как акционеры предпочитают более рискованные проекты для того, чтобы максимизировать стоимость своей доли акций. В условиях отделения собственности от контроля акционеры имеют возможность изменять стратегию компании в области принятия рисков, с помощью осуществления своего права голоса.

С одной стороны, акционеры, владеющие наибольшим пакетом акций компании, имеют стимулы для того, чтобы быть активно вовлеченным в управление компанией, собирать информацию и осуществлять контроль над действиями менеджеров с целью максимизации доходов с помощью поощрения принятия риска [Shleifer, Vishny, 1986]. Более того, менеджерам не будет разрешено проводить мероприятия по снижению риска в компаниях с концентрированной собственностью ввиду того, что акционеры имеют стимулы принимать больше риска. Таким образом, ожидается, что компании с более концентрированной структурой собственности принимают больше рисков по сравнению с компаниями с распыленной структурой собственности ввиду снижения роли не склонного к принятию риску менеджмента. Это нашло подтверждение в исследовании [Paligotova, 2009], в котором автор установил положительную взаимосвязь между концентрацией собственности и принятием риска, где в качестве прокси-переменной концентрации собственности выступала доля акций, которые принадлежат крупнейшему акционеру.

С другой стороны, акционеры с крупнейшей долей собственности имеют стимулы принимать меньше риска, чем акционеры, которые имеют хорошо диверсифицированные портфели. Более того, крупные акционеры также могут избегать риска ввиду того, что они дорожат частными выгодами контроля, и для того, чтобы их обезопасить, будут инвестировать в менее рискованные проекты [John, 2008]. В данной работе исследователь обнаружил, что для защиты этих частных выгод, крупные акционеры будут предпочитать консервативную инвестиционную политику и отказываться от рискованных, но увеличивающих стоимость компании проектов. Таким образом, крупнейший акционер имеет стимулы принимать меньше риска для сохранения своих частных выгод [John, Litov, Yeung, 2008].

Также, помимо фактора концентрации собственности в академической литературе рассматривается такая характеристика как диверсификация портфеля акционера и принятие риска. Авторы [John, Litov, Yeung, 2008] в своей работе утверждали, что обычно акционеры с крупнейшей долей собственности имеют недиверсифицированные портфели, особенно это касается частных инвесторов, то есть домохозяйств, что может привести к тому, что компании, контролируемые такими инвесторами, будут склонны принимать меньше риска и инвестировать в безопасные проекты. Данная гипотеза подтверждается в исследовании [Faccio, Marchica, Mura, 2011].

Как уже было сказано выше, чаще всего именно частные инвесторы, которые обладают крупнейшей долей собственности, склонны принимать меньше риска [John, Litov, Yeung, 2008], поэтому также необходимо проанализировать взаимосвязь между принятием риска и типом акционера. В работе [Boubaker, Nguyen, Rouatbi, 2012] авторы

обращают внимание, что существует два типа акционеров компании, а именно частные акционеры, то есть домохозяйства, и институциональные акционеры. Выводом данного исследования было то, что частные акционеры зачастую имеют недиверсифицированные портфели, а значительная доля их средств инвестирована в определенную компанию. С другой стороны институциональные инвесторы обычно имеют достаточно хорошо диверсифицированные портфели и заинтересованы в максимизации своих доходов, поэтому готовы принимать больше риска.

### **Крупные акционеры и принятие риска**

Присутствие крупных акционеров необходимо рассматривать также с точки зрения миноритарных акционеров [Gomes, Novaes, 1999]. Например, в своей работе [Dhillon, Rossetto, 2009] авторы рассматривали проблему крупных акционеров, доля собственности которых составляет 5-10%, которая заключается в том, что крупные акционеры имеют слишком большой пакет акций, чтобы хорошо диверсифицировать своей портфель, но с другой стороны слишком малый, чтобы извлекать частные выгоды от контроля над компанией. То есть в данной ситуации крупные акционеры имеют менее диверсифицированные портфели, поэтому хотят, чтобы компания принимала меньше риска. С другой стороны миноритарные акционеры, имеющие хорошо диверсифицированные портфели, наоборот, хотят, чтобы компания принимала больше риска, с целью получения большего дохода.

Исследователи [Bolton, Thaden, 1998] пришли к выводу, что наличие нескольких крупных акционеров, а не только одного крупнейшего акционера, защищает права миноритарных собственников. В данной ситуации наличие нескольких крупных акционеров не даст в полной мере крупнейшему акционеру извлекать личные выгоды и склонять компанию к меньшему принятию риска. Так, например, в исследовании [Mishra, 2011; Boubaker, 2012], авторы пришли к выводу о наличии негативной взаимосвязи между принятием риска и наличием одного крупнейшего акционера, что объясняется тем, что в данном случае интересы крупнейшего акционера совпадают с интересами менеджмента. Однако если в компании помимо крупнейшего акционера также были другие крупные акционеры, то такие компании принимали больше риска, по сравнению с компаниями, в которых присутствовал только один крупнейший акционер.

## **2.2 СЕО и принятие риска**

Разделение собственности и контроля в компаниях приводит к появлению агентской проблемы [Berle, Means, 1932]. Такое разделение передает в руки менеджеров, которые не всегда могут действовать в интересах акционеров, власть в принятии

стратегических решений. Поэтому, важно понимать мотивы и стимулы менеджеров относительно принятия риска [Pathan, 2009].

Топ-менеджмент, в частности CEO, является ответственным за ежедневное принятие рисков и за организацию процессов управления ими. CEO является ответственным за соблюдение лимитов риска, установленных советом директоров, и является подотчетным совету директоров по данному вопросу<sup>24</sup>.

### **Доля владения акциями компании CEO и принятие риска**

Взаимосвязь между долей владения акциями менеджерами и результативностью компании анализируется достаточно во многих работах с помощью различных подходов. Так, например, с социологической точки зрения [James, Soref, 1981; Kroll, Wright, Theerathorn, 1993], менеджеры, владеющие долей акций в компании, будут повышать результативность компании для того, чтобы поддерживать свою власть в компании, тем самым объединяя интересы инсайдеров и аутсайдеров. В своей работе [Jensen, Meckling, 1976] пришли к выводу, что агентские издержки снижаются при увеличении доли владения акциями менеджментом. В данном случае, интересы менеджеров и акционеров объединяются, что приводит к повышению ценности компании. Основным выводом данного исследования было то, что доля владения акциями менеджмента компании позитивно взаимосвязана с ценностью компании. В других же исследованиях [Demsetz, Lehn, 1985], авторы не находили значимой взаимосвязи между долей владения акциями менеджеров и ценностью компании.

В академической литературе существуют противоречивые взгляды на взаимосвязь между долей владения акциями менеджерами компании и принятием риска. Так, например, одни авторы [Amihud, Lev, 1981] утверждают, что между данными показателями существует положительная взаимосвязь. В своей работе они утверждают, что менеджеры с небольшой долей владения акциями будут стремиться к снижению риска. Более того, они утверждают, что более высокая доля владения акциями уменьшает избегание риска менеджерами ввиду того, что их интересы объединены с интересами акционеров.

С другой стороны, другие авторы [Pathan, 2009] приходили к выводу, что существует негативная взаимосвязь между долей владения акциями менеджментом и принятием риска, что объясняется тем, что благосостояние менеджеров состоит из

---

<sup>24</sup> JPMorgan Chase 2016 annual review [Электронный ресурс] // JPMorgan Chase. – режим доступа: <https://www.jpmorganchase.com/corporate/investor-relations/document/2016-annualreport.pdf> (дата обращения: 25.04.2017)

собственного человеческого капитала (талант, опыт). Более того, в отличие от акционеров, которые могут диверсифицировать свой портфель, менеджеры этого сделать не могут [May, 1995]. Благосостояние менеджеров сконцентрировано в пределах компании, которой они управляют [Pathan, 2009]. Таким образом, менеджеры, чтобы сохранить свое благосостояние выбирают чрезмерно безопасные активы и проекты [Smith, Stilz, 1985] и склонны принимать меньше риска, чем этого хотели бы акционеры компании [Amihud, Lev 1981]. Более того, достаточно высокие издержки банкротства, например, банков также способствует тому, что менеджеры предпочитают менее рискованные проекты [Parrino, 2005].

В своем исследовании [March, Shapira, 1987] о восприятии риска менеджерами авторы сделали несколько выводов. Во-первых, большинство менеджеров не рассматривают неопределённость как возможность наступления положительного события в качестве важного аспекта риска. Более того, 80% менеджеров рассматривают только негативные последствия риска. Во-вторых, для большинства менеджеров (54%) риск не ассоциируется с понятием вероятности наступления определенных событий, а ассоциируется с величиной того, сколько они могут потерять, то есть максимальным убытком.

### **Совмещение должностей CEO и Председателя совета директоров и принятие риска**

Человек, занимающий позиции и CEO, и председателя совета директоров, имеет больше влияния при принятии решений. В данной ситуации CEO/Председатель совета директоров имеет возможность руководить собраниями и действовать в собственных интересах, что ослабляет наблюдательную способность совета директоров [Fama, Jensen, 1983; Jensen, 1993]. Более того, совмещение должностей CEO и Председателя совета директоров ограничивает поток информации другим директорам, что увеличивает степень асимметрии информации внутри совета директоров и может негативно сказаться на способности совета директоров осуществлять контроль над деятельностью менеджмента [Booth, 2002].

В академической литературе существует множество исследований, в которых авторы наблюдают отрицательную взаимосвязь между результативностью компании и совмещением должностей CEO и Председателя совета директоров [Lipton and Lorsch 1992; Yermack 1996; Goyal and Park 2002]. Также данная взаимосвязь наблюдается и в исследованиях, которые проводились по банкам и банковским холдинговым группам [Belkhir 2004; Cornett, 2006].



Согласно одним исследованиям [Adams, Alemida, Ferreira, 2005], это приводит к значительному увеличению принятия риска в компании. Однако, с другой стороны, в исследовании, проведенном по банкам, авторы [Skully, 2007; Pathan, 2009] приходили к выводу, что между принятием риска и властью CEO существует отрицательная корреляция. Такую взаимосвязь можно объяснить тем, что CEO достаточно осторожно относятся к риску ввиду собственного вложенного человеческого капитала и риска не получить вознаграждение либо быть уволенным, если рискованный проект потерпит неудачу.

### **2.3 Совет директоров и принятие риска**

Для того, чтобы в пределах компании существовала возможность успешно объединять интересы агента и принципала и смягчать «Эффект безбилетника», присущий многим публичным компаниям, существует несколько внутрифирменных механизмов, действие которых направлено на определение структуры корпоративного управления в компании [Cremers, Nairs, 2005]. Среди них наиболее важную роль в решении проблемы принципала-агента играет совет директоров, который является «высшей точкой» системы корпоративного контроля внутри организации. Наличие прав контроля совета над стратегическими решениями обеспечивает разделение между принятием управленческих решений и контроля над ними [Fama, Jensen, 1983]. Совет директоров – это первая линия обороны акционеров против менеджмента [Weisbach, 1988] и механизм, смягчающий агентскую проблему [Hermalin, Weisbach, 2003].

Согласно Федеральному Закону РФ «Об Акционерных обществах» совет директоров (наблюдательный совет) общества осуществляет общее руководство деятельностью общества, за исключением решения вопросов, отнесенных настоящим Федеральным законом к компетенции общего собрания акционеров. К основным компетенциям совета директоров согласно Федеральному Закону РФ «Об Акционерных обществах» относятся<sup>25</sup>:

1. определение приоритетных направлений деятельности общества,
2. созыв общих собраний акционеров и утверждение повестки дня общего собрания акционеров,
3. проведение операций с уставным капиталом и имуществом общества,

---

<sup>25</sup> Об акционерных обществах в Российской Федерации: Федер. Закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ: принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_8743/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/) (дата обращения: 25.04.2017).

4. образование исполнительного органа общества и досрочное прекращение его полномочий,
5. рекомендации по размеру дивиденда по акциям и порядку его выплаты,
6. утверждение внутренних документов общества,
7. утверждение годового отчета, годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности общества,
8. иные вопросы, предусмотренные ФЗ и уставом общества.

Согласно Закону о торговле ценными бумагами Соединенных Штатов Америки 1934 года помимо своих других обязанностей совет директоров также должен наблюдать за следующими вопросами<sup>26</sup>:

1. создание, поддержание и приведение в исполнение политики и процедур для определения кредитного рейтинга,
2. создание, поддержание и приведение в исполнение политики и процедур для определения, управления и раскрытия любого конфликта интересов,
3. эффективность систем внутреннего контроля в отношении политики и процедур для определения кредитного рейтинга,
4. политика в области вознаграждения и продвижения по службе.

Таким образом, можно сделать вывод, что компетенции и полномочия совета директоров носят стратегический характер.

Также, согласно требованиям фондовых бирж NYSE и NASDAQ внутри совета директоров должны быть обязательно сформированы комитеты по аудиту, вознаграждению и по назначению, которые должны полностью состоять из независимых директоров.

Согласно нормативным документам банковских холдинговых групп в полномочия наблюдательного совета банка входят<sup>27</sup>:

1. утверждение стратегии управления рисками,
2. установление аппетита к риску и целевые уровни риска,
3. контроль над соблюдением лимитов аппетита к риску и достижение целевых уровней риска,
4. оценка эффективности системы управления рисками.

---

<sup>26</sup> Securities Exchange Act of 1934: Закон от 6 июня 1934 года [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> (дата обращения: 25.04.2017).

<sup>27</sup> Информация о принимаемых рисках, процедурах их оценки, управления рисками и капиталом банковской группы ПАО Сбербанк за 2015 год [Электронный ресурс] // ПАО Сбербанк. — режим доступа: [www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/Otchet-riski-1Jan2016.pdf](http://www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/Otchet-riski-1Jan2016.pdf) (дата обращения: 25.04.2017)

В исследовании “Risk Management and Corporate Governance”, проведенное Организацией экономического сотрудничества и развития, отмечается, что принятие рисков является основной движущей силой бизнеса и предпринимательства, однако корпоративное управление должно обеспечивать то, что данные риски понимаемы и управляемы. После финансового кризиса 2008 года многие компании действительно стали больше внимания уделять управлению рисками. Согласно Принципу VI.D (принципы корпоративного управления Организации экономического сотрудничества и развития) совет директоров должен выполнять определенные функции, которые включают в себя рассмотрение корпоративной политики в области принятия риска и обеспечение подходящих систем управления риском, которые соответствуют существующим стандартам и законодательству<sup>28</sup>.

Согласно годовым отчетам формы 10-K таких крупных банковских холдинговых групп как JPMorgan Chase<sup>29</sup>, Wells Fargo<sup>30</sup> именно совет директоров стоит по главе структуры по принятию и управлению рисками и обеспечивает надзор за рисками банковской холдинговой группы. Совет директоров утверждает величину принимаемых рисков и вместе с менеджментом банка через свои комитеты управляет им. Более того, согласно годовым отчетам именно совет директоров через свои комитеты принимает и осуществляет надзор за рыночными рисками банковской холдинговой группы.

### **Размер совета директоров и принятие риска**

Согласно Федеральному Закону РФ «Об Акционерных обществах» размер совета директоров определяется уставом общества или решением общего собрания акционеров, однако не может быть менее, чем пять членов. Для общества с числом акционеров более одной тысячи размер совета директоров не может быть менее семи членов, а для общества с числом акционеров более десяти тысяч - менее девяти членов<sup>31</sup>.

---

<sup>28</sup> Risk Management and Corporate Governance [Электронный ресурс] // Organization for Economic Co-operation and Development – Режим доступа : <http://www.oecd.org/daf/ca/risk-management-corporate-governance.pdf> (дата обращения: 25.04.2017)

<sup>29</sup> JPMorgan Chase 2016 annual review [Электронный ресурс] // JPMorgan Chase. – режим доступа: <https://www.jpmorganchase.com/corporate/investor-relations/document/2016-annualreport.pdf> (дата обращения: 25.04.2017)

<sup>30</sup> Wells Fargo 2016 annual review [Электронный ресурс] // Wells Fargo. – режим доступа <https://www08.wellsfargomedia.com/assets/pdf/about/investor-relations/annual-reports/2016-annual-report.pdf> (дата обращения: 25.04.2017)

<sup>31</sup> Об акционерных обществах в Российской Федерации: Федер. Закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ: принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_8743/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/) (дата обращения: 25.04.2017).

Комиссия по ценным бумагам и биржам Соединенных Штатов Америки в данном вопросе придерживается политики «one size does not fit all», что означает, что не существует универсального решения в вопросе о размере совета директоров. Однако обязательным требованием как фондовой биржи NYSE, так и фондовой биржи NASDAQ является то, что размер комитета по аудиту должен быть не менее трех членов<sup>3233</sup>.

Существует достаточно большое количество работ, анализирующих взаимосвязь между размером совета директоров и результатами деятельности компаний. В работе [Jensen, 1993] автор утверждает, что большие по размеру советы директоров только обостряют проблему принципала-агента в компании ввиду того, что советы директоров, состоящие из более, чем из 7-8 человек, с меньшей вероятностью будут эффективно функционировать, так как они более подвержены контролю со стороны CEO. Такой вывод также подтверждается исследованием [Hackman, 1989], вывод которого заключался в том, что, чем больше группа по размеру, тем менее эффективно она выполняет свои функции, так как проблемы координации внутри группы превышают все преимущества более большой по размеру группы. В работе [Lipton, Lorsch 1992] авторы также утверждают, что размер совета директоров не должен превышать 10 человек (в идеале 8-9). Такую позицию автор объясняет тем, что в меньших по размеру советах директоров все члены будут иметь возможность высказать свое мнение и идеи в условиях ограниченного времени и с большей вероятностью придут к консенсусу и примут эффективное решение.

Данные теоретические работы объясняют, почему меньшие по размеру советы директоров более эффективно выполняют свои функции, что также подтверждается и в эмпирических исследованиях. В одной из первых работ на данную тему [Yermack, 1996] автором наблюдается негативная взаимосвязь между результативностью компании и размером совета директоров на выборке из американских крупных промышленных компаний в период с 1984 год по 1991 год. В исследованиях небольших компаний на рынке Финляндии с 1992 год по 1994 год [Eisenberg, 1998], американских компаний в период с 1985 года по 1995 год [Bhagat, Black, 2002], нефинансовых компаний на рынках стран ОЭСР [Andres, Azofra, Lopez 2005] и французских компаний [Ammari, Kadria, Ellouze, 2014] также наблюдается отрицательная корреляция между результатами деятельности компаний и размером совета директоров. Авторы [Jensen, 1993] объясняют негативную взаимосвязь между размером совета директоров и результатами деятельности

---

<sup>32</sup> New York Stock Exchange [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.nyse.com/> (дата обращения: 25.04.2017)

<sup>33</sup> NASDAQ Stock Market [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [www.nasdaq.com/](http://www.nasdaq.com/) (дата обращения: 25.04.2017)

компаний более затрудненными коммуникациями и координацией между членами больших по размеру советов директоров.

В работе [Hermalin, Weibach, 2003] авторы приходили к выводу о наличии отрицательной взаимосвязи между размером совета директоров и принятием риска в компании. Это объясняется тем, что меньшие по размеру советы директоров несут меньше издержек координации и коммуникации, а также тем, что в меньших по размеру советах директоров существует меньшая вероятность появления «эффекта безбилетника» среди членов совета директоров [Jensen, 1993]. В работах, анализирующих, как и нефинансовые компании [Cheng, 2008, Koerniadi, 2014], так и банковские холдинговые группы [Pathan, 2009, Rachdi, 2011] и рассматривающих взаимосвязь размера совета директоров и принятия риска, авторы также приходили к выводу о наличии отрицательной взаимосвязи между размером совета директоров и принятием риска в компании. Это объясняется тем, что большие по размеру советы директоров менее эффективно функционируют, а стимулы каждого отдельного взятого директора получать и анализировать информацию, контролировать деятельность менеджеров, в частности CEO, снижаются [Jensen, 1993].

### **Независимость совета директоров и принятие риска**

Доля независимых директоров в совете директоров компании может служить неким индикатором уровня развития корпоративного управления компании. Более того, определенная доля независимых директоров является одним из условий листинга компании на бирже.

В России согласно требованиям Московской биржи МОЕХ доля независимых директоров в составе совета директоров должна составлять не менее 1/5, при этом независимых директоров должно быть не менее, чем три. Директор может называться независимым, если он удовлетворяет критериям, сформулированным Московской биржей, например<sup>34</sup>:

1. Независимый директор – это директор, который в течение последних трех лет не являлся членом исполнительных органов или работником эмитента, подконтрольной эмитенту организации и управляющей организации эмитента;
2. Независимый директор – это директор, который в течение последних трех лет не получал вознаграждения и прочие материальные выгоды от эмитента и подконтрольных ему организаций в размере, превышающем половину

---

<sup>34</sup> Московская Биржа [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://moex.com/> (дата обращения: 25.04.2017)

величины базового (фиксированного) годового вознаграждения члена совета директоров эмитента;

3. Независимый директор – это директор, который не является владельцем акций или выгодоприобретателями по акциям эмитента, которые составляют более 1 процента уставного капитала;
4. Независимый директор – это директор, который не оказывает или в течение последних трех лет не оказывал эмитенту, контролирующему эмитента лицу или подконтрольным ему юридическим лицам услуги оценщика, налогового консультанта, аудиторские или бухгалтерские услуги;
5. Независимый директор – это директор, который занимал должность члена совета директоров эмитента в совокупности менее семи лет.

В США существуют другие требования к независимости совета директоров, так согласно правилу Комиссии по ценным бумагам и биржам Соединенных Штатов Америки от 4 ноября 2003 года большинство членов совета директоров публично торгующихся компаний должно быть независимыми.

В США директор не будет считаться независимым, если удовлетворяет следующим критериям, сформулированными фондовыми биржами NYSE и NASDAQ<sup>3536</sup>:

1. Директор является или являлся в течение последних трех лет сотрудником компании, или член его семьи в течение последних трех лет входил в исполнительный орган компании;
2. Директор или член его семьи, который входит в исполнительный орган компании, в течение любого двадцатимесячного периода времени в течение последних трех лет получали вознаграждение от компании, составляющее больше, чем 120 000 долларов;
3. Директор или член его семьи являются или являлись в течение последних трех лет партнёрами или работниками аудиторской фирмы, проводившей или проводящей аудит компании;
4. Директор или член его семьи в течение последних трех лет входили в исполнительный орган другой компании, в которой нынешние члены исполнительного органа компании служили в комитете по вознаграждению;

---

<sup>35</sup> New York Stock Exchange [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.nyse.com/> (дата обращения: 25.04.2017)

<sup>36</sup> NASDAQ Stock Market [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [www.nasdaq.com/](http://www.nasdaq.com/) (дата обращения: 25.04.2017)

5. Директор является сотрудником или член его семьи входит в исполнительный орган компании, которая производила или получала платежи за продажу имущества или оказание услуг в размере, превышающего 1 000 000 долларов или 2% от ее выручки.

Наличие независимых директоров в совете директоров призвано направить управленческие решения менеджмента на создание ценности для акционеров [Rachdi, 2011]. Одним из наиболее обсуждаемых вопросов, касающихся состава совета директоров, является, улучшает ли результаты деятельности компании наличие в нем независимых членов. В рамках агентской теории независимый член в составе совета директоров стремится создать ценность для акционеров. Авторы предполагают, что независимые директора выполняют свои функции более эффективно в условиях разрешения конфликтов [Rachdi, 2011]. Некоторые авторы [Jensen, 1993] считают, что CEO должен быть единственным исполнительным директором в совете директоров ввиду того, что сотрудники, находящиеся в подчинении у CEO не в состоянии адекватно и эффективно оценивать и контролировать его действия и решения.

Банки и банковские холдинговые группы играют огромную роль в экономике страны, поэтому Банк международных расчетов – международная финансовая организация, которая обеспечивает сотрудничество между центральными банками 60 стран – в своем отчете «Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations» за 2006 год обращал особое внимание на необходимость наличия независимых директоров, которые могли бы выносить суждения, на которые не оказывал бы влияние менеджмент компании<sup>37</sup>.

Обзор литературы не дает возможности сделать вывод о взаимосвязи между независимостью совета директоров и результатами деятельности компании. Многие проведенные исследования [Baysinger, Butler, 1985; Hermalin, Weisbach, 1991; Bhagat, Black, 2002] не находили значимой взаимосвязи между составом совета директоров и результатами деятельности компаний. Другие же [Liang, Li, 1999] показали, что наличие независимых директоров приводит к снижению агентских затрат, что приводит к увеличению результативности компании. Многие другие авторы также приходили к выводу, что, чем более независимым является совет директоров, тем более высокими являются результаты деятельности компании [Lefort, Urzúa, 2008; Dahya, Dimitrov, McConnell, 2008], что объясняется тем, что независимые директора осуществляют более эффективный контроль над действиями менеджмента [Lunck, 2008], а также тем, что

---

<sup>37</sup> Enhancing corporate governance for banking organizations [Электронный ресурс] // Bank for International Settlements – Режим доступа : <http://www.bis.org/publ/bcbs122.pdf> (дата обращения: 25.04.2017)

независимые директора зачастую имеют уникальные навыки, знания и опыт, что может позитивно сказываться на результативности компании [Kor, Misangyi, 2008]. Вразрез с данными исследованиями идут работы, в которых наблюдается отрицательная взаимосвязь между независимостью совета директоров и результатами деятельности компании, что объясняется управленческой теорией. В данном случае менеджеры несут гораздо больше ответственности, чем независимые директора, и им есть что терять, поэтому они более активно действуют в интересах компании [Yermack, 1996]. Например, автор [Fosberg, 1989] отмечает, что рентабельность капитала и выручка компаний с высокой долей независимых членов в совете директоров, в среднем, меньше, по сравнению с компаниями с более низкой долей независимых членов. Другие авторы [Yermack, 1996; Adams, Mehran, 2003] получили такие же результаты, что чем меньше доля независимых членов в совете директоров, тем выше результативность компании.

В работе [Pathan, 2009] вопреки сформулированной гипотезе, принятие риска и независимость совета директоров имеют отрицательную взаимосвязь, что объясняется тем, что независимые директора являются более чувствительными к соблюдению установленных норм и «уравновешивают» интересы акционеров и других стейкхолдеров, то есть также действуют в интересах регуляторов и вкладчиков. Такие же результаты были получены и в других работах [Koerniadi, 2010; Rachdi, 2011, Minton, Taillard, Williamson, 2010], что более независимые советы директоров связаны с более низким уровнем принятия риска.

### **Наличие мер защиты от враждебных слияний и поглощений и принятие риска**

Во многих исследованиях [Skully, 2007; Pathan, 2009] в качестве прокси-переменной силы совета директоров используется переменная, которая показывает, использует ли компания механизмы защиты от враждебных слияний и поглощений, таких как «скользящая» система ротации совета директоров и наличие такого механизма, как «отравленные» пилюли. Под компанией с сильным советом директоров авторы в данном случае понимают компании, у которых отсутствуют данные механизмы. Авторы считают [Bebchuk, 2009], что наличие таких механизмов приводит к тому, что советы директоров в таких компаниях могут быть в какой-то степени изолированы от рынка корпоративного контроля, то есть «дисциплинирующих» (враждебных) слияний и поглощений, что может привести к тому, что совет директоров будет представлять в большей степени интересы менеджмента, а не акционеров.

Совет директоров с постепенной сменой состава (классифицированный совет директоров) - это совет директоров, в котором не все члены, а только их часть избирается ежегодно и всем группам акционеров присвоен определенный класс (например, Класс 1,



Класс 2 и т.д.). Наличие такого совета директоров является одной из превентивных, «технических» мер защиты от враждебных слияний и поглощений. Исследования [Bebchuk, Cohen, 2005] показывают, что, в среднем, результативность компаний с классифицированным советом директоров, ниже, по сравнению с компаниями без классифицированного совета директоров. Более того, объявление компании о принятии классифицированного совета директоров, сопровождается аномально низкой доходностью акции [Faleye, 2007], а объявление о расформировании классифицированного совета директоров, наоборот, сопровождается аномально высокой доходностью акции [Guo, Kruse, Nohel, 2008]. Данные результаты можно объяснить тем, что инвесторы воспринимают классифицированный совет директоров как угрозу их праву голоса.

«Отравленные» пилюли также являются одной из мер по защите от враждебных слияний и поглощений. Смысл данного механизма заключается в том, что компания производит эмиссию конвертируемых привилегированных акций и в случае наступления определенного события, например, скупки акций компании, то есть угрозы враждебного слияния и поглощения, привилегированные акции конвертируются в обыкновенные.

В исследовании [Skully, 2007; Pathan, 2009] были получены результаты, что, при прочих равных, компании с наличием описанных выше защитных механизмов принимают меньше риска, по сравнению с компаниями у которых данные механизмы отсутствуют.

### **Доля финансовых экспертов в совете директоров и принятие риска**

В законе Сарбейнза-Оксли 2002 года прописано, что комитет по аудиту совета директоров должен иметь, по крайней мере, одного члена, который бы определялся как финансовый эксперт. Согласно данному закону финансовым экспертом может считаться директор, который удовлетворяет одному из следующих условиям<sup>38</sup>:

1. Понимание принципов бухгалтерского учета и отчетности;
2. Опыт работы в аудиторской компании;
3. Опыт работы в службе по внутреннему аудиту и контролю;

Однако в правиле Комиссии по ценным бумагам и биржам о раскрытии информации, требуемого секциями 406 и 407 закона Сарбейнза-Оксли 2002 года, от 24 января 2003 года прописано, что термин «финансовый эксперт» не является подходящим ввиду того, что финансовый эксперт в своем традиционном понимании должен обладать знаниями о структуре капитала, иметь навыки оценки компании, прогнозирования денежных потоков, анализа риска, привлечения капитала и т.д. Также в этом правиле

---

<sup>38</sup> Sarbanes-Oxley Act of 2002: Закон от 30 июля 2002 года [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf> (дата обращения: 25.04.2017)

оговорено, что многие опытные инвесторы, обладающие значительными знаниями в области финансов, не могут быть определены в качестве финансового эксперта при существующей формулировке ввиду ее фокуса на бухгалтерском учете и аудите. Поэтому в данном правиле термин «финансовый эксперт» был изменен на термин «финансовый эксперт комитета по аудиту»<sup>39</sup>.

Ввиду этого исследователи в своих работах определяют финансового эксперта отлично от определения, предложенного законом Сарбейнза-Оксли. Согласно [Güner, Malmendier, Tate, 2008] финансовым экспертом считается независимый директор, который, удовлетворяет следующим критериям:

1. Независимый директор, который работал или в настоящее время работает в финансовом институте;
2. Независимый директор, который занимал или занимает должность, связанную с финансами, в нефинансовой компании, например, финансового директора, вице-президента по финансовым операциям, бухгалтера;
3. Независимый директор, который работал или работает в образовательном учреждении, то есть является профессором, имеет докторскую степень в финансах, экономике, финансовом учете;
4. Независимый директор, который является профессиональным инвестором.

Исследователи [Harris, Raviv, 2008] считают, что директора, обладающие знаниями в области финансов, несут меньше издержек при получении и анализе информации о рисках определенных финансовых операциях, и поэтому могут более эффективно осуществлять контроль над действиями менеджеров. Например, совет директоров, который обладает знаниями в области финансов, может распознать риски, которые в будущем могут себя не оправдать, и, соответственно, не будет их принимать. С другой стороны, финансовые эксперты также могут распознать риски, которые могут в будущем максимизировать благосостояние акционеров, и будут поддерживать принятие таких рисков [Minton, 2012].

В отчете Банка международных расчетов «Enhancing Corporate Governance for Banking Organizations» подчеркивается, что совет директоров должен иметь в своем составе независимых директоров, при этом эти директора должны обладать значительными знаниями в области финансов для того, чтобы осуществлять эффективное

---

<sup>39</sup> Правило RIN 3235-AI75: Правило от 25 апреля 2003 года [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.sec.gov/rules/final/33-8220.htm> (дата обращения: 25.04.2017)

управление и контроль<sup>40</sup>. В свою очередь, в Кодексе корпоративного управления прописано, что совет директоров должен быть сбалансированным по квалификациям его членов, их опыту, знаниям и деловым качествам<sup>41</sup>.

Исследование [Minton, 2012] анализировало, как принятие риска и результаты деятельности взаимосвязаны с наличием финансового эксперта в совете директоров. Результатом исследования американских коммерческих и инвестиционных банков и ссудо-сберегательных ассоциаций стало определение позитивной взаимосвязи между долей финансовых экспертов среди независимых директоров и принятием риска банком, что объясняется тем, что совет директоров, имеющий более глубокие знания в финансовой сфере и лучшее понимание сложных финансовых инструментов, принимает больше риска. Данный вывод также подтверждается и в других исследованиях [Taillard, 2010].

### **Человеческий капитал совета директоров и принятие риска**

С одной стороны, разнообразие состава совета директоров с точки зрения социально-экономических характеристик может способствовать более тщательному процессу принятия решений, так как члены неоднородного совета директоров находятся под влиянием разных факторов, что может привести к более обширному анализу. По аналогии, советы директоров, которые характеризуются однородностью состава, более склонны к групповому мышлению, что может привести к недостаточно сбалансированным и устойчивым стратегическим решениям, например, относительно принятия риска. С другой стороны, также существует вероятность того, что слишком неоднородный состав совета директоров может затруднять коммуникации между его членами [Janis, 1982].

Одной из характеристик совета директоров, рассматриваемых авторами, является средний возраст совета директоров. Принято считать, что возраст индивида обратно взаимосвязан с принятием риска. Так, например, автор [Campbell, 2001] приходил к выводу, что чем старше индивид, тем меньше он инвестирует в акции. Анализируя отношение индивидов к риску, авторы [Sahm, 2007; Grable, McGill, Britt 2009] выявили отрицательную взаимосвязь между возрастом и принятием риска. В работе [Agarwal, Driscoll, Gabaix, Laibson, 2009] авторами анализируется принятие финансовых решений относительно кредитования и устанавливается, что более молодые индивиды не

---

<sup>40 40</sup> Enhancing corporate governance for banking organizations [Электронный ресурс] // Bank for International Settlements – Режим доступа : <http://www.bis.org/publ/bcbs122.pdf> (дата обращения: 25.04.2017)

<sup>41</sup> Кодекс корпоративного управления от 21.03.2014 В: Вестник Банка России № 40 (1518) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/ves140418040.pdf> (дата обращения: 25.04.2017)

оптимально используют кредитные балансы и платят чрезмерно высокую плату за это. Несколько работ [MacCrimmon, Wehrung, 1990] подтверждают, что более зрелые директора принимают меньше риска и что средний возраст совета директоров негативно взаимосвязан принятием риска [Berger, Kick, Schaeck, 2012].

Еще одной важной характеристикой является доля женщин в совете директоров. Ни в США, ни в России присутствие женщин в совете директоров никак не закреплено в законодательстве, как, например, в таких странах как Норвегия, Италия, Испания и Франция. В Норвегии законодательно закреплено, что, по крайней мере, 40% членов совета директоров должны быть женщинами<sup>42</sup>. Согласно исследованию российских компаний [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013] средняя доля женщин в совете директоров составляет 12%.

Наличие женщин в совете директоров способствует улучшению процесса принятия решения ввиду того, что женщины принимают во внимание различные точки зрения и рассматривают большее количество альтернатив [Bilimoria, 2000]. В работе [Adams, Ferreira, 2009] доказывается, что пол директоров взаимосвязан с такими показателями, как посещаемость собраний и участие в комитетах по мониторингу. Более того, во многих работах авторы приходили к мнению, что советы директоров с более высокой долей женщин ведут больше дискуссий и обсуждений [Pearce, Zahra, 1991; Nielsen, Huse, 2010]. Во многих работах [Carter, Simkins, Simpson, 2003; Adams, Ferreira, 2009; Березинец, Ильина, Черкасская, 2013] авторы приходили к выводу о том, что существует прямая взаимосвязь между результативностью компании и долей женщин в совете директоров. В других работах [Almazan, Suarez, 2003; Ahern, Dittmar, 2010] устанавливается отрицательная взаимосвязь между результативностью компании и долей женщин в совете директоров, что объясняется тем, что женщины склонны осуществлять излишний мониторинг, увеличивающий издержки и приводящий к снижению ценности для акционеров [Bharat, Narayan, Seyhun, 2009].

Принятие риска в отношении инвестиционных решений и гендерные различия изучались во множестве работ. В исследованиях [Barsky, Juster, Kimball, Shapiro, 1997; Jianakoplos, Bernasek, 1998; Sundén, Surette, 1998] авторы пришли к выводу, что женщины менее склонны к принятию риска при принятии инвестиционных решений.

Одни работы [Farrell, Hersch, 2005] выявляют отрицательную взаимосвязь между долей директоров женского пола и принятием риска компанией, другие же [Adams, Funk,

---

<sup>42</sup> Women in the Boardroom: A Global Perspective [Электронный ресурс] // Deloitte. – Режим доступа: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Risk/gx-cg-women-in-the-boardroom-a-global-perspective4.pdf> (дата обращения: 13.05.2017)

2011]], наоборот, показывают, что советы директоров с более высокой долей женщин более склонны к принятию риска, по сравнению с советами директоров с более низкой долей женщин. Данный вывод можно объяснить тем, что женщины ведут себя более агрессивно, когда они работают в мужской среде. Более того, развитие феминистического движения в последние годы привело к тому, что женщины, особенно те, которые занимают управленческие позиции, стремятся вести себя как мужчины [Adams, Funk, 2011]. В работе [Berger, Kick, Schaeck, 2012] авторы также выявили положительную взаимосвязь между долей директоров женского пола и принятием риска.

### **Выводы по второй главе**

В условиях системы дисперсного (распыленного) владения акциями, которая присуща американскому рынку, именно совет директоров и CEO принимают риски в банковских холдинговых компаниях.

Совет директоров должен выполнять определенные функции, которые включают в себя рассмотрение корпоративной политики в области принятия риска и обеспечение подходящих систем управления риском, которые соответствуют существующим стандартам и законодательству. Топ-менеджмент, в частности CEO, в свою очередь, является ответственным за ежедневное принятие и управление рисками и за организацию процессов управления рисками.

В данной главе были рассмотрены различные характеристики совета директоров и CEO и их взаимосвязь с принятием риска, на основании чего в следующей главе сформированы гипотезы исследования.

## **Глава 3. ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ВЗАИМОСВЯЗИ ХАРАКТЕРИСТИК КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ И ПРИНЯТИЯ РИСКА**

### **3.1 Формулировка гипотез исследования**

В работе [Jensen, 1993] автор утверждает, что большие по размеру советы директоров обостряют проблему принципала-агента в компании ввиду того, что советы директоров, состоящие из более, чем из 7-8 человек, с меньшей вероятностью будут эффективно функционировать, так как они более подвержены контролю со стороны CEO. Во многих эмпирических исследованиях [Yermack, 1996; Bhagat, Black, 2002] наблюдается негативная взаимосвязь между результативностью компании и размером совета директоров. Авторы [Jensen, 1993] объясняют негативную взаимосвязь между размером совета директоров и результатами деятельности компаний более затрудненными коммуникациями и координацией между членами больших по размеру советов директоров. В работах, анализирующих, как и нефинансовые компании [Cheng, 2008, Koerniadi, 2014], так и банковские холдинговые группы [Pathan, 2009, Rachdi, 2011] и рассматривающих взаимосвязь размера совета директоров и принятия риска, авторы также приходили к выводу о наличии отрицательной взаимосвязи между размером совета директоров и принятием риска в компании. Это объясняется тем, что меньшие по размеру советы директоров несут меньше издержек координации и коммуникации, а также тем, что в меньших по размеру советах директоров существует меньшая вероятность появления «эффекта безбилетника» среди членов совета директоров. Большие по размеру советы директоров менее эффективно функционируют, а стимулы каждого отдельного взятого директора получать и анализировать информацию, контролировать деятельность менеджеров, в частности CEO, снижаются [Jensen, 1993].

Во многих исследованиях [Skully, 2007; Pathan, 2009] в качестве прокси-переменной силы совета директоров используется наличие мер защиты от враждебных слияний и поглощений, например, такой механизм, как «отравленные» пилюли. Под компанией с сильным советом директоров авторы в данном случае понимают компании, у которых отсутствуют данный механизм. В исследовании [Skully, 2007; Pathan, 2009] были получены результаты, что, при прочих равных, компании с наличием данного механизма принимают меньше риска, по сравнению с компаниями, у которых данные механизмы отсутствуют. Авторы считают [Bebchuk, 2009], что наличие такого механизма приводит к тому, что советы директоров в таких компаниях могут быть в какой-то степени изолированы от рынка корпоративного контроля, то есть «дисциплинирующих»

(враждебных) слияний и поглощений, что может привести к тому, что совет директоров будет в большей степени представлять интересы менеджмента, а не акционеров.

Во многих научных работах и эмпирических исследованиях встречается такое понятие как «Сильный совет директоров», который характеризуется небольшим размером и отсутствием мер защиты от враждебных слияний и поглощений. Сильный совет директоров лучше выполняет функцию мониторинга менеджеров в интересах акционеров. Так как акционеры имеют стимул к принятию рисков (вероятность получения более высоких доходов), компании с сильным советом директоров, скорее всего, принимают больше риска по сравнению с компаниями с менее сильным советом директоров [Pathan, 2009].

*Гипотеза 1. Банки с более сильным советом директоров принимают больше риска по сравнению с банками с менее сильным советом директоров.*

Исследователи [Harris, Raviv, 2008] считают, что директора, обладающие знаниями в области финансов, несут меньше издержек при получении и анализе информации о рисках определенных финансовых операциях, и поэтому могут более эффективно осуществлять контроль над действиями менеджеров. Например, совет директоров, который обладает знаниями в области финансов, может распознать риски, которые могут в будущем максимизировать благосостояние акционеров, и будут поддерживать принятие таких рисков [Minton, 2012]. Результатом исследования [Taillard, 2010] американских коммерческих и инвестиционных банков и ссудо-сберегательных ассоциаций стало определение прямой взаимосвязи между долей финансовых экспертов среди независимых директоров и принятием риска банком, что объясняется тем, что совет директоров, имеющий более глубокие знания в финансовой сфере и лучшее понимание сложных финансовых инструментов, принимает больше риска.

Исследователи в своих работах определяют финансового эксперта как независимого директора, который, удовлетворяет следующим критериям [Güner, Malmendier, Tate, 2008]:

1. Независимый директор, который работал или в настоящее время работает в финансовом институте;
2. Независимый директор, который занимал или занимает должность, связанную с финансами, в нефинансовой компании, например, финансового директора, вице-президента по финансовым операциям, бухгалтера;
3. Независимый директор, который работал или работает в образовательном учреждении, то есть является профессором, имеет докторскую степень в финансах, экономике, финансовом учете;

#### 4. Независимый директор, который является профессиональным инвестором.

*Гипотеза 2. Существует прямая взаимосвязь между долей финансовых экспертов среди независимых членов совета директоров и принятием риска.*

Разделение собственности и контроля передает в руки менеджеров власть в принятии стратегических решений. Поэтому, важно понимать мотивы и стимулы менеджеров относительно принятия риска [Pathan, 2009].

Авторы [Pathan, 2009] приходили к выводу, что существует негативная взаимосвязь между долей акций в руках менеджмента и принятием риска. В отличие от акционеров, которые могут диверсифицировать свой портфель, менеджеры этого сделать не могут [May, 1995], а благосостояние менеджеров сконцентрировано в пределах компании, которой они управляют [Pathan, 2009]. Таким образом, менеджеры, чтобы сохранить свое благосостояние выбирают безопасные активы и проекты [Smith, Stilz, 1985] и склонны принимать меньше риска, чем этого хотели бы акционеры компании [Amihud, Lev, 1981].

Человек, занимающий позиции и CEO, и председателя совета директоров, имеет больше влияния при принятии решений. В данной ситуации CEO/Председатель совета директоров имеет возможность руководить собраниями и действовать в собственных интересах, что ослабляет наблюдательную способность совета директоров [Fama, Jensen, 1983; Jensen, 1993]. Более того, совмещение должностей CEO и Председателя совета директоров ограничивает поток информации другим директорам, что увеличивает степень асимметрии информации внутри совета директоров, что может негативно сказаться на способности совета директоров осуществлять контроль над деятельностью менеджмента [Booth, 2002]. В исследовании, проведенном по банкам, авторы [Skully, 2007; Pathan, 2009] приходили к выводу, что, при прочих равных, банки, где CEO занимает должность Председателя совета директоров, принимают меньше риска по сравнению с банками, где CEO не является Председателем совета директоров. Это можно объяснить тем, что CEO достаточно осторожно относится к риску ввиду собственного вложенного человеческого капитала и риска не получить вознаграждение либо быть уволенным, если рискованный проект потерпит неудачу.

В научных работах встречается такое понятие как «Сильный CEO». Такой CEO также является Председателем совета директоров и владеет большей долей обыкновенных акций компании [Skully, 2007; Pathan, 2009].

*Гипотеза 3. Для банков с более сильным CEO характерно принятие меньшего риска по сравнению с банками с менее сильным CEO.*



### 3.2 Методология и описание переменных

Эконометрическое исследование, направленное на выявление характера взаимосвязи между характеристиками корпоративного управления и принятием риска банковскими холдинговыми компаниями, базируется на регрессионной модели вида:

$$RiskTaking_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 CONTROL_{it} + u_{it}, \quad (1)$$

где  $i = 1, 2, \dots, 100$ ;  $t = 2014, 2015, 2016$ .

$\beta_0$  – неизвестная скалярная величина,

$\beta_1, \beta_2$  – векторы неизвестных коэффициентов размерности  $(1 \times k)$  и  $(1 \times m)$ , соответственно.

В уравнении (1) в качестве зависимой переменной  $RiskTaking_{it}$ , характеризующей принятие риска банком, используются три переменных  $TR_{it}$ ,  $SYSR_{it}$  и  $IDIOR_{it}$ , описание которых приводится в следующем пункте. Компоненты вектора  $GOV_{it}$  (размерности  $(k \times 1)$ ) характеризуют систему корпоративного управления банка, составляющие вектора  $CONTROL_{it}$  (размерности  $(m \times 1)$ ) являются компонентами базовой модели,  $u_{it}$  – случайная величина.

Все векторы и переменные имеют индекс  $it$  который показывает, что информация измеряется для каждого банка  $i$  в момент времени  $t$ . В уравнении (1)  $\beta_0$  – неизвестная скалярная величина,  $\beta_1, \beta_2$  – векторы неизвестных коэффициентов размерности  $(1 \times k)$  и  $(1 \times m)$  соответственно. Данная модель является линейной по параметрам, однако переменные включают в себя нелинейные компоненты.

#### Переменные, характеризующие принятие риска банком

Практически во всех исследованиях [Anderson, Fraser, 2000; Akhigbe, White, 2003], принятие риска банковскими холдинговыми компаниями измеряется тремя основными показателями: Общий риск ( $TR$  – total risk), несистематический риск ( $IDIOR$  – idiosyncratic risk) и систематический рыночный риск ( $SYSR$  – systematic risk). Общий риск банковской холдинговой компании рассчитывается как стандартное отклонение ежедневных доходностей акции банка ( $R_{it}$ ) за каждый год, умноженное на квадратный корень из количества торговых дней в году. Для 2014, 2015 и 2016 годов количество торговых дней составляло 252. Расчет ежедневной доходности акции производится по формуле (2).

$$R_{it} = \ln \left( \frac{P_{it}}{P_{it-1}} \right), \quad (2)$$

где,  $P_{it}$  – это цена акции банка  $i$  в день  $t$ ,

$P_{it-1}$  – это цена акции банка  $i$  в день  $t-1$ .

Общий риск (TR) измеряет волатильность доходности акций банковских холдинговых компаний и отражает восприятие рынка о рисках, присущих активам, обязательствам и забалансовым счетам банка [Skully, 2007].

Следуя [Pathan, 2009], несистематический и систематический риски оцениваются на основе двухфакторной рыночной модели, приведенной ниже, которая оценивается для каждого банка за каждый год.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{1it}R_{mt} + \beta_{2it}Interest_t + \varepsilon_{it}, \quad (3)$$

где  $R_{it}$  – это ежедневная доходность банка  $i$ , рассчитывая по формуле (2),

$R_{mt}$  – это ежедневная доходность рыночного индекса S&P 500,

$Interest_t$  – ставка 3-месячных Казначейских векселей,

$\varepsilon$  – остатки.

На основе этой модели для каждого банка  $i$  за каждый год  $T$  оцениваются систематический риск (SYSR) -  $\beta_{1it}$ , и несистематический риск (IDIOR) – стандартное отклонение ошибок, полученных при оценке модели (3).

В работе [Stone, 1974] представлен подход к измерению риска с помощью двухфакторной рыночной модели. Одной из причин разработки данной модели была особо значительная чувствительность акций, например банков и ссудо-сберегательных организаций, к изменению процентных ставок. Таким образом, оценки коэффициентов, полученных при оценивании модели (3), автор называет систематическим рыночным риском и систематическим риском процентной ставки. Данная модель была протестирована в нескольких исследованиях [Bildersee, 1975; Lloyd, Shick, 1977], результатом которых стало то, что добавление второго фактора оставляет рыночную бета робастно устойчивой и что у большинства акций исследуемых банков оба коэффициента были статистически значимыми. С помощью данной модели оценивается фондовая составляющая рыночного риска банка.

### **Контрольные переменные**

Следуя [Pathan, 2009], четыре контрольных переменных включены в модель: размер банка (SIZE), капитал (CAPITAL), частота торговли акций (FREQ) и бинарная переменная M&A.

Предыдущие исследования [Saunders, 1990; Boyd, Runkle, 1993; Demsetz, Strahan, 1997] показали, что размер банка негативно взаимосвязан с принятием риска. Большие по размеру банки имеют больше возможности диверсифицировать свои риски. Более того, они в большей степени подвержены анализу и расследованиям со стороны регуляторов ввиду политики «too big to fail», то есть банкротство больших по размеру финансовых

учреждений может привести к значительным последствиям для экономики в целом [Anderson, Fraser, 2000]. Следуя [Pathan, 2009], размер банка измеряется как натуральный логарифм от размера активов банковской холдинговой группы.

Как и в исследовании [Pathan, 2009], переменная CAPITAL рассчитывается как отношение балансовой стоимости капитала банка к балансовой стоимости активов банка. Согласно [Kim, Santomero, 1988], данный показатель является полезным при определении стабильности банковской холдинговой компании. Предыдущие исследования [Skully, 2007] показали, что данная переменная негативно взаимосвязана с принятием риска.

Переменная FREQ является прокси-переменной для ликвидности и скорости, с которой новая информация отражается на цене акции. Данная переменная рассчитывается как отношение среднего ежедневного объема торгов акции за год к общему количеству акций банка на начало года [Demsetz, Strahan, 1997; Pathan, 2009]. В предыдущих исследованиях наблюдалась положительная взаимосвязь между частотой торговли акций и принятием риска банковскими холдинговыми группами [Anderson, Fraser, 2000].

Волатильность акции может увеличиться, если компания осуществляет процесс слияния и поглощения [Demsetz, Strahan, 1997], поэтому в работах [Anderson, Fraser, 2000; Skully, 2007; Pathan, 2009] исследователи вводят бинарную переменную M&A, значение которой равно 1, если в банковская холдинговая компания осуществляла сделки слияния и поглощения в течение года, и 0, если нет.

### Описание переменных

В таблице 2 приведено описание всех переменных, используемых в модели.

Таблица 2 Описание переменных, используемых в модели

Название переменной	Описание переменной
Зависимые переменные	
TR	Стандартное отклонение ежедневных доходностей акции банка за каждый год, умноженное на квадратный корень из 252
SYSR	Оценка коэффициента $\beta_{it}$ , полученная в модели (3)
IDIOR	Выборочное Стандартное отклонение остатков модели (3)
Независимые переменные	
Переменные, входящие в вектор GOV	
BS	Размер совета директоров

POISON	Бинарная переменная, характеризующая силу совета директоров. Переменная POISON равна 1, если банк использует механизм «отравленные пилюли», и 0, если нет.
FINEXP	Доля финансовых экспертов среди независимых директоров.
CEOPOWER	Бинарная переменная, характеризующая силу CEO. Ее значение равно 1, если CEO также является и председателем совета директоров, и 0, если нет.
CEOWN	Переменная, характеризующая силу CEO. Значение переменной равно доле обыкновенных акций компании, принадлежащих CEO.
AGE	Средний возраст совета директоров
GENDER	Доля женщин в совете директоров
Переменные, входящие в вектор CONTROL	
SIZE	Размер банка, измеряемый как натуральный логарифм размера активов
CAPITAL	Отношение балансовой стоимости капитала банка к балансовой стоимости активов банка
FREQ	Отношение среднего ежедневного объема торгов акции за год к общему количеству акций банка на начало года
M&A	Бинарная переменная, значение которой равно 1, если банковская холдинговая компания осуществляла сделки слияния и поглощения в течение года, и 0, если нет.

### 3.3 Формирование выборки

Первоначально, эмпирическое исследование предполагалось провести на выборке российских публичных банков, торгующихся на Московской бирже (MOEX), однако на сегодняшний день на ней торгуются только 12 банков. Более того, акции половины этих банков являются неликвидными, то есть не имеют активной торговли на фондовой бирже.

Затем, была сделана попытка сформировать выборку исследования из банков и банковских холдинговых компаний, торгующихся на Лондонской фондовой бирже (LSE), где на сегодняшний день торгуются 13 банков, 5 из которых провели IPO только в 2015 и 2016 годах. После этого автор попытался сформировать, выборку из банков и банковских холдинговых компаний, торгующихся на бирже Euronext. Однако на данной бирже торгуются компании Франции, Нидерландов, Бельгии и Португалии, поэтому у банковских холдинговых компаний, торгующихся на данной бирже, существуют законодательные различия в корпоративном управлении. Таким образом, в итоге, выборка для исследования формировалась из банковских холдинговых компаний, торгующихся на американском рынке.

Следуя [Pathan, 2009], в выборку исследования вошли 100 крупнейших публичных банковских холдинговых компаний по размеру активов согласно официальной статистике Федеральной резервной системы США, на конец 2015 года. Кроме того, для банковских холдинговых компаний выборки должны были выполняться следующие условия:

1. Они имеют коды 6021 – Национальные коммерческие банки – и 6022 – Государственные коммерческие банки – согласно Стандартной промышленной классификации (SIC);
2. Их штаб-квартиры расположены на территории Соединенных Штатов Америки.

Рассматриваемый период составляет три года с 2014 год по 2016 год. Таким образом, итоговая панель составила 300 фирмо-лет. Она является сбалансированной, то есть содержит информацию о каждой исследуемой компании за каждый год.

Информация о структуре совета директоров и других характеристиках корпоративного управления в банковских холдинговых компаниях собиралась вручную из документов DEF 14A – документ, высылаемый акционерам перед предстоящим общим собранием акционеров согласно требованиям Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC). Источником информация о результатах финансово-хозяйственной деятельности и рыночной информации о банковских холдинговых компаниях была электронная база данных Thomson Reuters DataStream. А источником информация о ставках 3-месячных

Казначейских векселях была взята с официального сайта Департамента казначейства США.

### 3.4 Описательная статистика переменных

Описательная статистика переменных с 2014 год по 2016 год приведена в Таблице 3.

Таблица 3 Описательная статистика переменных

Название переменной	Выборочное Среднее	Выборочное Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
TR	0.248	0.061	0.14	0.872
SYSR	1.101	0.347	-1.128	2.211
IDIOR	0.012	0.004	0.006	0.052
BS	11.89	3.143	6	28
CEOWPOWER	0.557	0.498	0	1
CEOWN	0.022	0.064	2.092E-6	0.499
FINEXP	0.465	0.185	0.067	1
AGE	62.932	3.772	46.857	77.333
GENDER	0.143	0.1	0	0.556
SIZE	23.641	1.616	21.495	28.576
CAPITAL	0.114	0.021	0.065	0.216
FREQ	0.006	0.004	8.842E-4	0.025

В Таблице 4 представлены доли наблюдений, для которых бинарные переменные POISON и M&A, используемые в модели, принимали значение 1.

Таблица 4 Доля наблюдений, для которых бинарные переменные принимали значение 1

Переменная	Доля
POISON	4.33%
M&A	71%

Полученные результаты показывают, что среднее значение показателя TR составляет 0.248, при этом минимальное значение данного показателя составило 0.14, максимальное – 0.872. Хотелось бы отметить, что наибольшей волатильностью доходностей акций обладают такие банковские холдинговые группы, как First NBC Bank

Holding Company, Banc of California, Silicon Valley Bank, Opus Bank и Texas Capital Bancshares, Inc. В то время как наименьшей волатильностью доходностей акций обладают такие банковские холдинговые группы как Wells Fargo & Company, People's United Financial, Inc., U.S. Bank, M&T Bank Corporation и Branch Banking and Trust. На Рис. 1 представлена динамика изменения среднего значения показателя TR с 2014 год по 2016 год.

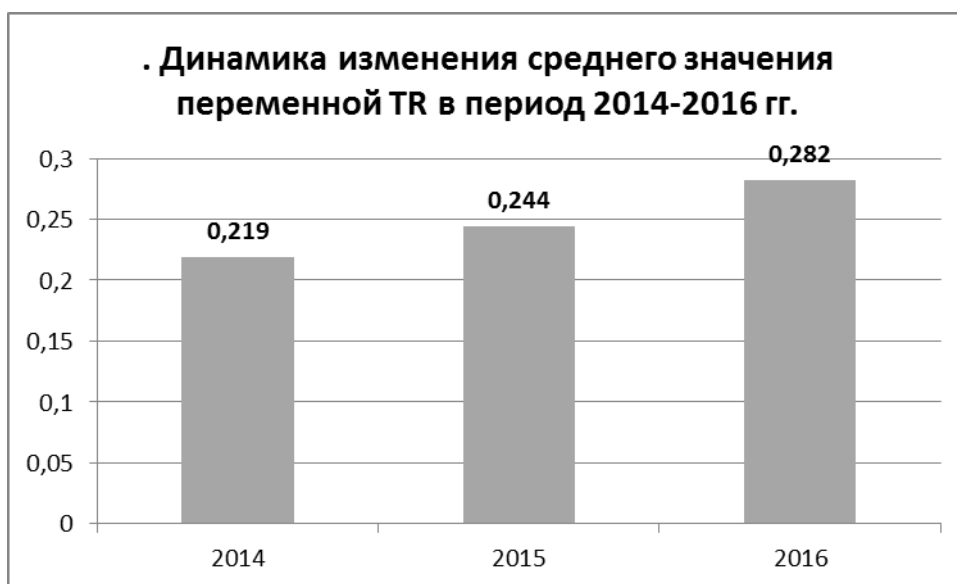


Рис. 1 Динамика изменения среднего значения переменной TR в период 2014-2016 гг.

Как видно из Рис. 1 среднее значение переменной TR увеличилось с 0.219 до 0.282 в период с 2014 по 2016 гг., что говорит о том, что банки каждый год принимали больше риска по сравнению с предыдущим годом в рассматриваемый период времени.

Среднее значение переменной SYSR равно 1.1002, что говорит о том, что, в среднем, волатильность доходности акций рассматриваемых банков выше, чем волатильность доходности рыночного портфеля. Максимальное значение данного показателя составило 2.2109, а минимальное – -1.1278. Также хотелось бы отметить, что в 104 из 300 наблюдений значение переменной SYSR лежит в промежутке от -1 до 1, что говорит о том, что для трети наблюдений волатильность доходности акций банков ниже, чем волатильность доходности рыночного портфеля.

Среднее значение переменной IDIOR равно 0.0122, при минимуме в 0.0055 и максимуме в 0.052. На Рис. 2 представлена динамика изменения среднего значения показателя IDIOR с 2014 год по 2016 год.



Рис. 2 Динамика изменения среднего значения переменной IDIOR в период 2014-2016 гг.

Как видно из Рис. 2 среднее значение переменной IDIOR оставалось практически на одном уровне в 2014 и в 2015 годах, однако немного увеличилось с 0.011 до 0.014 в 2016 году, что говорит о том, что банки каждый год принимали немного больше специфического фондового риска по сравнению с предыдущим годом в рассматриваемый период времени.

Как видно, из Таблицы 3, банковские холдинговые компании имеют достаточно разную политику касательно размера совета директоров. Как уже было упомянуто, Комиссия по ценным бумагам и биржам Соединенных Штатов Америки в данном вопросе придерживается политики «one size does not fit all», что означает, что не существует универсального решения в вопросе о размере совета директоров. Так, по данной выборке минимальный размер совета директоров составляет 6 членов, максимальный 28 членов при среднем значении в 11.89. Наименьшие по размеру советы директоров имеют банки National Bank Holdings Corporation и ServisFirst Bancshares, Inc. Наибольший по размеру совет директоров в 28 человек имеет TowneBank. На Рис. 3 представлена диаграмма распределения размера совета директоров среди банков выборки. Как видно из данной диаграммы, размер совета директоров более чем половины банков составляет от 11 до 15 человек. Данные результаты показывают, что банки, в среднем, имеют совет директоров



немного больше по размеру по сравнению с рынком, так, например, средний размер совета директоров компаний индекса S&P за 2016 год составил 10.8 человек<sup>43</sup>.

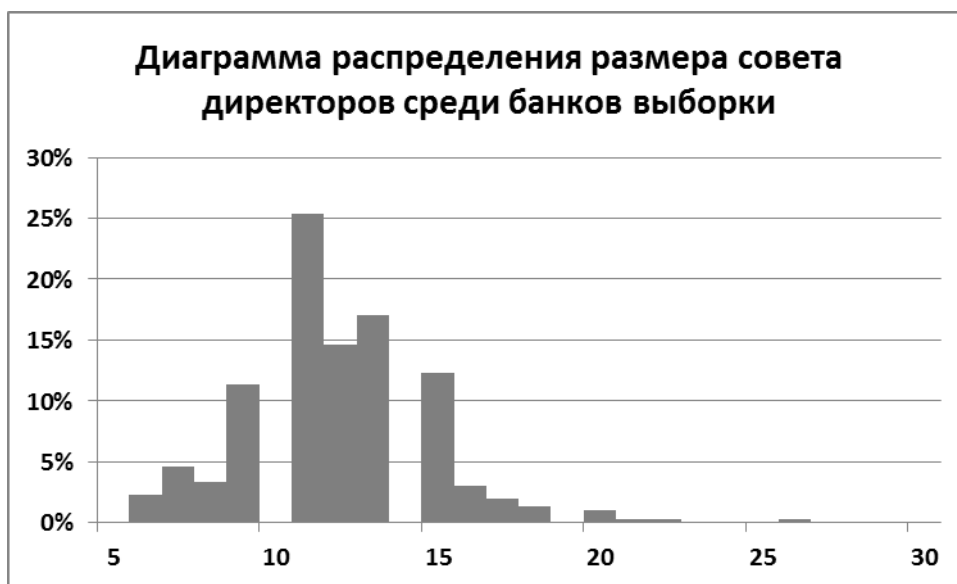


Рис. 3 Диаграмма распределения размера совета директоров среди банков выборки

Как следует из Таблицы 4, 4.33% банковских холдинговых компаний использовали такой механизм как «отравленные пилюли». Банками, которые использовали данный механизм в рассматриваемый период, являются BancFirst, Hancock Holding Company, Synovus Financial Corporation и TriCo Bancshares. Доля таких банков практически не изменялась в течение рассматриваемого промежутка времени. Динамика изменения доля банков, использовавших механизм «отравленные пилюли» представлена на Рис. 4.

<sup>43</sup> Board matters quarterly [Электронный ресурс] // EY Center for Board Matter. – Режим доступа: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-board-matters-quarterly-january-2017/\\$FILE/EY-board-matters-quarterly-january-2017.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-board-matters-quarterly-january-2017/$FILE/EY-board-matters-quarterly-january-2017.pdf) (дата обращения: 13.05.2017)



Рис. 4 Динамика изменения доли банков, использовавших механизм «отравленные пилюли» в период 2014-2016 гг.

Доля банков, где CEO также занимает должность председателя совета директоров, является достаточно высокой и составляет 55.67%, то есть в больше, чем в половине банковских холдинговых групп и в 168 наблюдениях из 300, не происходит разделение должностей CEO и Председателя совета директоров.

Среднее значение доли акций, которыми владеет CEO, составляет 2.19%, что характерно для англо-саксонской системы организации собственности и управления – дисперсное владение акциями. Также хотелось бы отметить, что только 25% значений переменной CEOOWN являются больше, чем 1.35% и только 10% значений переменной CEOOWN являются больше, 4.52%, что указывает на то, что в большинстве наблюдений CEO не владели крупным пакетом акций, что также характерно для англо-саксонской системы организации собственности и управления.

Средняя доля финансовых экспертов среди независимых директоров составляет 46.45%, то есть, в среднем, практически половина независимых директоров обладают знаниями и навыками в области финансов. Минимальная доля финансовых экспертов среди независимых директоров составляет 6.67%, а максимальная 100%, что наблюдается в банковской холдинговой группе Banc of California. Также хотелось бы отметить, что среднее значение доли финансовых экспертов в 2014 году составляло 45.51%, а в 2016 году 47.11%, то есть ежегодно среднее значение доли финансовых экспертов увеличивалось примерно на 1%. Динамика изменения доли финансовых экспертов среди независимых директоров представлена на Рис. 5.

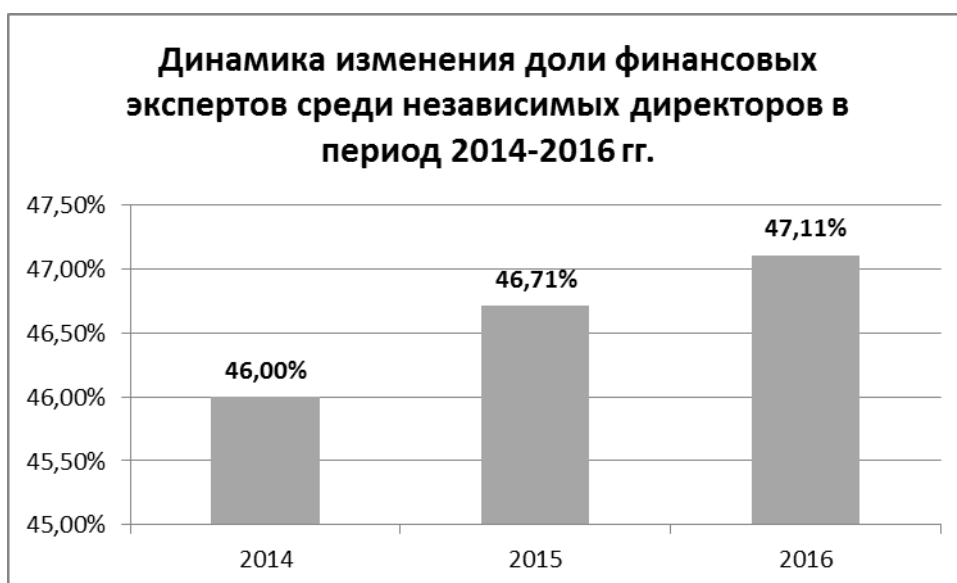


Рис. 5 Динамика изменения доли финансовых экспертов среди независимых директоров в период 2014-2016 гг.

Средний возраст совета директоров составляет 62.9319 года, при максимуме в 77.3333 лет и минимуме в 46.8571 лет. Данная переменная также характеризуется достаточно небольшим стандартным отклонением – 3. 7716.

Хотелось бы также отметить, что только в 84% наблюдений в совет директоров входили женщины. Средняя доля женщин в совете директоров составила 14.34%, при этом минимум составил 0, а максимум – 55.55%. На Рис. 6 представлена диаграмма распределения средней доли женщин в совете директоров по выборке в сравнении со средней долей женщин в совете директоров компаний индекса S&P 500<sup>44</sup>.

<sup>44</sup> Women in the Boardroom: A Global Perspective [Электронный ресурс] // Deloitte. – Режим доступа: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Risk/gx-ccg-women-in-the-boardroom-a-global-perspective4.pdf> (дата обращения: 13.05.2017)

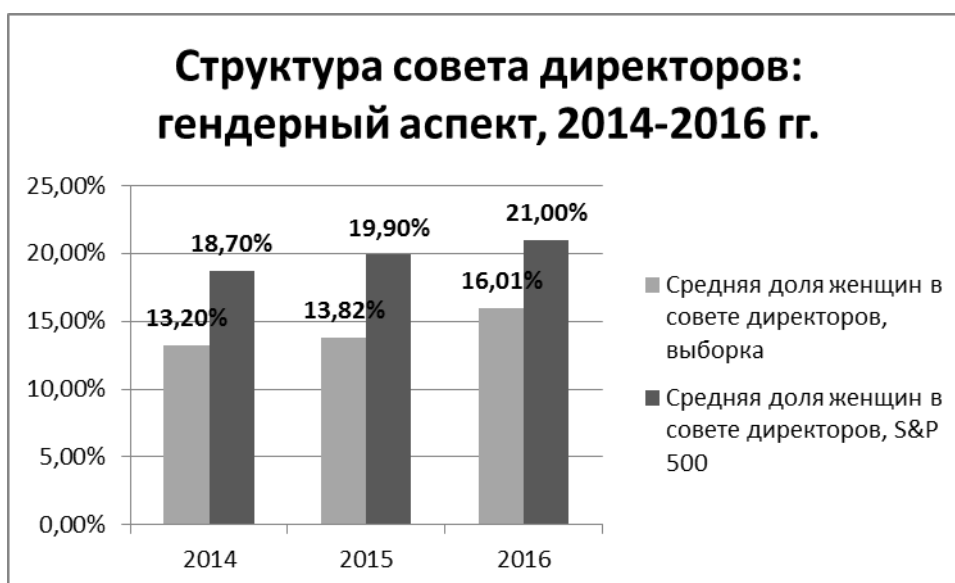


Рис. 6 Структура совета директоров: гендерный аспект, 2014-2016 гг.

Результаты исследования согласуются с результатами других исследований по американским компаниям в том, что средняя доля женщин в совете директоров ежегодно немного растет. Однако следует отметить, что средняя доля женщин в совете директоров в банковских холдинговых компаниях выборки является, в среднем, на 5.5% ниже, чем средняя доля женщин в совете директоров компаний индекса S&P 500.

### 3.5 Эконометрический анализ

Модель оценивалась по панельным данным, соответственно последовательно были проведены тесты Вальда, Бреуша-Пагана и Хаусмана на сравнение моделей сквозной регрессии, с фиксированными эффектами и со случайными эффектами. В результате тестов было установлено, что модель с фиксированными эффектами наиболее адекватна для описания рассматриваемых эмпирических данных.

В Таблице 5 приведены результаты регрессионного анализа.

Таблица 5 Результаты регрессионного анализа

Независимая переменная	TR	SYSR	IDIOR
BS	-0.004*	-0.009*	-0.002**
POISON	-0.042*	-0.003*	-0.003***
CEOPOWER	-0.046***	-0.187***	-0.005***
CEOWN	-0.655**	-2.508*	-0.026**
FINEXP	0.013*	0.755**	0.004**
AGE	-0.002	-0.015	-6.89E-6
GENDER	0.138**	0.962***	0.006***

SIZE	-0.099***	-0.491***	-0.002***
CAPITAL	-0.051*	-1.942*	-0.002*
FREQ	15.486***	9.485***	0.496***
M&A	0.012*	0.021	0.004*
cons	-2.268***	-1.9781***	-0.045***
R <sup>2</sup> overall	0.0038	0.1541	0.0369
p-value	0	0	0

(\*\*\*), (\*\*), (\*) обозначают переменные, статистически значимые на 1%, 5% и 10% уровнях значимости.

Все три рассмотренные мною модели являются статистически значимыми на 1% уровне значимости.

Все контрольные переменные, за исключением бинарной переменной M&A, которая не является значимой в одной из моделей, являются статистически значимыми либо на 1% уровне значимости (SIZE и FREQ) либо на 10% уровне значимости (CAPITAL) во всех моделях. Также хотелось бы отметить, что знаки коэффициентов данных переменных соответствуют ожиданиям и полученным ранее результатам в исследованиях.

Переменная BS, то есть размер совета директоров, является статистически значимой на 5% и 10% уровнях во всех рассматриваемых моделях. Переменная POISON также является статистически значимой на 1% и на 10% уровнях значимости в трех моделях. Переменная CEOPOWER является статистически значимой во всех трех рассматриваемых моделях на 1% уровне значимости. Переменная CEOWN также является статистически значимой во всех трех моделях на 5% и 10% уровнях значимости. Переменная FINEXP является статистически значимой в трех моделях на 10% и 5% уровнях значимости. Также хотелось бы отметить, что знаки коэффициентов данных переменных, полученных при оценке моделей, совпадают с ожидаемыми.

Переменная GENDER является статистически значимой во всех моделях на 5% и 1% уровнях значимости, при этом можно сделать вывод, что существует прямая взаимосвязь между долей женщин в совете директоров и принятием риска. Такой результат согласовывается с некоторыми современными исследованиями на развитых рынках Германии [Berger, Kick, Schaeck, 2012] и Швеции [Adams, Funk, 2011], что объясняется тем, что женщины могут быть более агрессивными в своем поведении и выбираемой политике, когда они работают в среде, где доминируют мужчины. Положительная взаимосвязь также объясняется развитием феминизма и тем, что, борясь против дискриминации, женщины, занимающие управленческие позиции в компании,

стремятся, в большей степени, вести себя как мужчины, поэтому готовы принимать риск [Adams, Funk, 2011].

Переменная AGE не является статистически значимой ни в одной из рассматриваемых моделей. Для того чтобы проанализировать динамику изменения среднего возраста совета директоров в указанный период времени, ниже, в Таблице 6, представлена описательная статистика переменной AGE по годам.

Таблица 6 Описательная статистика переменной AGE по годам

Год	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
2014	63	3.836	47	75
2015	63	3.752	48	76
2016	63	3.741	49	77

Также на Рис. 7 приведена динамика изменения среднего возраста совета директоров в период с 2014 год по 2016 год.

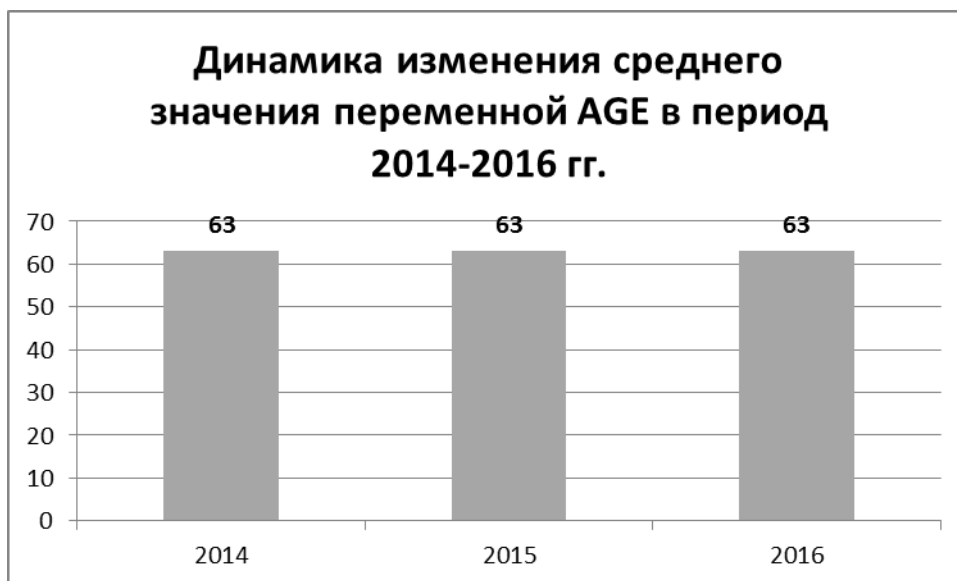


Рис. 7 Динамика изменения среднего значения переменной AGE в период 2014-2016 гг.

Из Таблицы 6 и Рис. 7 видно, что среднее значение переменной AGE в рассматриваемый период времени оставалось неизменным. Также хотелось бы отметить, что всего 10% значений являются меньше, чем 59 лет и всего 5% значений являются больше, чем 69 лет.

Также было проведено тестирование гипотезы о равенстве средних значений переменной AGE за 2014 год и 2015 год и за 2015 год и 2016 год. Результатом чего стало

принятие гипотезы о том, что математическое ожидание среднего возраста директоров в 2014 году равно математическому ожиданию среднего возраста совета директоров в 2015 году, а математическое ожидание среднего возраста совета директоров в 2015 году равно математическому ожиданию среднего возраста совета директоров в 2016 году.

### **3.6 Основные результаты исследования**

Результаты проведенного мною эмпирического исследования позволяют сделать выводы о наличии и характере взаимосвязи между принятием риска банком и определенными характеристиками корпоративного управления.

Первая гипотеза говорила о том, что банки с более сильным советом директоров (банки с меньшим по размеру советом директоров и банки, у которых отсутствует механизм против враждебных слияний и поглощений) принимают больше риска.

Предполагалось, что чем больше по размеру является совет директоров, тем меньше риска он принимает. Данная гипотеза подтверждается ввиду того, что во всех рассматриваемых моделях переменная, характеризующая размер совета директоров является статистически значимой. Таким образом, можно сделать вывод, что существует отрицательная прямая взаимосвязь между размером совета директоров и принятием риска банковской холдинговой компанией.

Переменная, характеризующая наличие механизма «отравленные пилюли», также является статистически значимой в трех рассмотренных моделях. Таким образом, можно сделать вывод, что существует различие в принятии риска банками, которые используют механизм «отравленные пилюли», по сравнению с банками, которые данный механизм не используют. При этом банки, использующие данный механизм принимают меньше риска по сравнению с банками, которые его не используют.

Таким образом, первая гипотеза о том, что банки с более сильным советом директоров принимают больше риска, подтверждается.

Ввиду того, что переменная, характеризующая долю финансовых экспертов, является значимой во всех моделях, можно сделать вывод, что вторая выдвинутая гипотеза о том, что существует прямая взаимосвязь между долей финансовых экспертов среди независимых членов совета директоров и принятием риска, подтверждается, что согласовывается с результатами исследований [Minton, 2012; Taillard, 2010], в которых данная взаимосвязь была установлена только для общего риска.

Третья гипотеза говорила о том, что для банков с более сильным CEO (CEO, который также является председателем совета директоров и CEO, который владеет

большой долей обыкновенных акций) характерно принятие меньшего риска по сравнению с банками с менее сильным CEO.

Обе переменные, характеризующие силу CEO, являются статистически значимыми во всех трех рассматриваемых моделях. Можно сделать вывод, что существует различие в принятии риска банками, в которых CEO также является и председателем совета директоров, по сравнению с банками, где CEO не является председателем совета директоров, при этом банки, в которых CEO также является и председателем совета директоров, принимают меньше риска по сравнению с банками, где CEO не является председателем совета директоров. Также можно сделать вывод о наличии прямой отрицательной взаимосвязи между долей акций, которыми владеет CEO, и принятием риска банком. Таким образом, третья выдвинутая гипотеза также подтверждается, то есть для банков с более сильным CEO характерно принятие меньшего риска по сравнению с банками с менее сильным CEO.



## Заключение

Цель данной работы заключалась в выявлении взаимосвязи между корпоративным управлением компанией, в частности банковской холдинговой компанией, и принятием риска. Эмпирическое исследование проводилось на выборке 100 американских банковских холдинговых компаний в период с 2014 год по 2016 год. В качестве факторов регрессионного анализа были выбраны следующие характеристики корпоративного управления: размер совета директоров, наличие механизма против враждебных слияний и поглощений, доля финансовых экспертов среди независимых директоров, совмещение должностей CEO и Председателя совета директоров, доля обыкновенных акций, принадлежащих CEO, доля женщин в совете директоров и средний возраст совета директоров.

В рамках данного исследования подтвердились все три выдвинутые гипотезы.

Во-первых, банки с более сильным советом директоров принимают больше риска по сравнению с банками с менее сильным советом директоров. Под банком с сильным советом директоров в данной работе понимался банк с меньшим по размеру советом директоров и банк, у которого отсутствует механизм против враждебных слияний и поглощений «отравленные пилюли». Установленная обратная взаимосвязь между размером совета директоров и принятием риска согласовывается с результатами в работах как по нефинансовым [Cheng, 2008, Koerniadi, 2014], так и по финансовым компаниям [Pathan, 2009, Rachdi, 2011]. Также, в данном исследовании подтверждается результат работ [Skully, 2007], что, при прочих равных, компании с наличием защитного механизма против враждебных слияний и поглощений принимают меньше риска, по сравнению с компаниями у которых данный механизм отсутствуют.

Во-вторых, была выявлена положительная взаимосвязь между долей финансовых экспертов среди независимых директоров и принятием риска. В отчете Банка международных расчетов «Enhancing Corporate Governance for Banking Organizations» подчеркивается, что совет директоров должен иметь в своем составе независимых директоров, при этом эти директора должны обладать значительными знаниями в области финансов для того, чтобы осуществлять эффективное управление банком<sup>45</sup>. Директора, обладающие знаниями в области финансов, несут меньше издержек при получении и анализе информации о рисках [Harris, Raviv, 2008], поэтому совет директоров, имеющий более глубокие знания в финансовой сфере и лучшее понимание сложных финансовых инструментов, принимает больше риска [Minton, 2012].

---

<sup>45</sup> Enhancing corporate governance for banking organizations [Электронный ресурс] // Bank for International Settlements – Режим доступа : <http://www.bis.org/publ/bcbs122.pdf> (дата обращения: 25.04.2017)

В-третьих, для банков с более сильным CEO характерно принятие меньшего риска по сравнению с банками с менее сильным CEO. Данный результат объясняется тем, что чаще всего менеджеры рассматривают преимущественно негативные последствия риска [March, Shapira, 1987]. Более того, благосостояние менеджеров сконцентрировано в пределах банка, и в отличие от акционеров, они не могут диверсифицировать свой портфель [May, 1995; Pathan, 2009]. CEO достаточно осторожно относятся к риску ввиду собственного вложенного человеческого капитала и риска не получить вознаграждение либо быть уволенным, если рискованный проект потерпит неудачу.

Результаты данного исследования могут быть полезны различным заинтересованным лицам. Так, полученные результаты могут стать основой для разработки рекомендаций регулирующими органами относительно корпоративного управления банка, в частности относительно структуры совета директоров. Более того, акционеры при голосовании за членов совета директоров могут, например, обратить внимание, являются ли они финансовыми экспертами, и на основе этого принимать взвешенное решение. Также данное исследование может быть использовано акционерами при принятии решения о разделении должностей CEO и Председателя совета директоров в банке. Таким образом, акционеры с помощью голосования могут наделять силой совет директоров или CEO в соответствии со своими ожиданиями относительно величины принимаемого риска банком. Более того, данное исследование может быть полезно для заемщиков или вкладчиков, так как, зная определенные характеристики корпоративного управления нескольких банков, клиент может их сравнить и сделать определенные предположения относительно принятия ими риска, что может помочь ему принять решение при выборе банка, например, для открытия вклада. И наконец, результаты данной работы могут быть полезны исследователям, которые интересуются вопросами корпоративного управления банковских холдинговых компаний.

## Список использованной литературы

1. Березинец И.В., Ильина Ю.Б. Черкасская А.Д. Структура совета директоров и финансовая результативность российских открытых акционерных обществ [Электронный ресурс] / И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, А.Д. Черкасская // Вестник С.-Петерб. ун-та. / Сер. Менеджмент – 2014. – вып. 2 – Режим доступа: <http://www.vestnikmanagement.spbu.ru/archive/pdf/586.pdf> (24.05.2017)
2. Корпоративное управление: вопросы практики и оценки российских компаний / под ред. А. В. Бухвалова. — СПб. : Высшая школа менеджмента, 2012. — 326 с.
3. Гаретовский, Н.В. Финансово-кредитный словарь / Н.В. Гаретовский. – 2-е изд. – М. : Финансы и статистика, 1994. – Т. 3. – 12 с.
4. Даль, В.И. Толковый словарь живого великорусского языка Владимира Даля / В. И. Даль. – 2-е изд. – СПб. : Издание книгопродавца-типографа М. О. Вольфа, 1882. – Т. 4. – 97 с.
5. Информация о принимаемых рисках, процедурах их оценки, управления рисками и капиталом банковской группы ПАО Сбербанк за 2015 год [Электронный ресурс] // ПАО Сбербанк. – режим доступа: [www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/Otchet-riski-1Jan2016.pdf](http://www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/Otchet-riski-1Jan2016.pdf) (дата обращения: 25.04.2017)
6. Капелюшников, Р. И. Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений / Р. И. Капелюшников // Российский журнал менеджмента – 2006. – Т. 4, №1. – С. 3-28
7. Кирюшкин, В. Е. Основы риск-менеджмента / В. Е. Кирюшкин, И. В. Ларионов // М. : Анкил, 2009. – 132 с.
8. Коробова, Г. Г. Банковское дело / Г. Г. Коробова. – 1-е изд. – М. : Экономистъ, 2005. – 751 с.
9. Корпоративное управление [Электронный ресурс] // Служба Банка России по финансовым рынкам. – режим доступа: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp\\_management\\_study/index.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp_management_study/index.html) (дата обращения: 25.04.2017)
10. Кузнецов, В. И. Измерение финансовых рисков / В. И. Кузнецов // Банковские технологии. - 1997– - № 7. – С. 75-87.
11. Лаврушин, О.И. Банковские риски / О.И. Лаврушин, Н.И. Валенцова. – 1-е изд. – М. : КНОРУС, 2007. – 232 с.

12. Об акционерных обществах в Российской Федерации: федер. Закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ: принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.consultant.ru/> (дата обращения: 25.04.2017).
13. Общие вопросы организации процесса внутренней оценки достаточности капитала [Электронный ресурс] // Ассоциация российских банков. — Режим доступа:  
[https://arb.ru/b2b/docs/obshchie\\_voprosy\\_organizatsii\\_protssessa\\_vnutrenney\\_otsenki\\_dostatochnosti\\_kapita-9752463/](https://arb.ru/b2b/docs/obshchie_voprosy_organizatsii_protssessa_vnutrenney_otsenki_dostatochnosti_kapita-9752463/) (дата обращения; 25.04.2017)
14. Ожегов, С.И. Толковый словарь русского языка / С.И. Ожегов, Н. Ю. Шведова. — 4-е изд. — М. : Мир и Образование, Оникс, 2011. — 1702 с.
15. Правило RIN 3235-AI75: Правило от 25 апреля 2003 года [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.sec.gov/rules/final/33-8220.htm> (дата обращения: 25.04.2017)
16. Adams, R. Powerful CEOs and their impact on corporate performance / R. B. Adams, H. Almeida, D. Ferreira // Review of Financial Studies. — 2005. — Vol. 18. — P.1403–1432.
17. Adams, R. Women in the boardroom and their impact on governance and performance / R. Adams, D. Ferreira. // Journal of Financial Economics. — 2005. — Vol. 94. — P. 291–309.
18. Adams, R. Beyond the glass ceiling: Does gender matter? / R. Adams, P. Funk // University Pompeu Fabra Working Paper. — 2011.
19. Agarwal, S. The age of reason. Financial decisions over the life-cycle with implications for regulation / S. J. Agarwal, C. Driscoll, X. Gabaix, D. Laibson // Brookings Papers on Economic Activity. — 2009. — Fall. — P. 51-117.
20. Ahern, K. The changing of the boards: The value effect of a massive exogenous shock / K. Ahern, A. Dittmar // University of Michigan Working Paper. — 2010.
21. Ahhigbe, A. Changes in market assessments of bank risk following the Riegle–Neal Act of 1994 / A. Akhigbe, A. White // Journal of Banking & Finance. — 2003. — Vol. 27. — P. 87-102.
22. Almazan, A. Entrenchment and severance pay in optimal governance structures / A. Almazan, J. Suarez // Journal of Finance. — 2003. — Vol. 58. — P. 519-547.
23. Amihud, Y. "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers / Y. Amihud, B. Lev // The bell journal of economics. — 1981. — Vol. 54. — P. 605-617.

24. Anderson, R. Corporate control, bank risk taking, and the health of the banking industry / R. Anderson, D. Fraser // *Journal of Banking & Finance*. – 2000. – Vol. 24. – P. 1383-1398.
25. Andres, P. Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness / P. Andres, V. Azofra, F. Lopex // *Corporate Governance: An International Review*. – 2005. – Vol.13, N. 2. – P. 197-210.
26. Andres, P. Corporate governance in banking: The role of the board of directors / P. Andres, E. Vallelado // *Journal of Banking and Finance*. – 2008. – Vol. 32. – P. 2570-2580.
27. Bachelier, L. Theorie de la speculation. / L. Bachelier // *Anneles Scientifique de l'E'cole Normale Supe'rieure*. 1900 – P. 21-86.
28. Bank Risk during the Financial Crisis [Электронный ресурс] // European Central Bank. – Режим доступа: [https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/conference/2011/global\\_sys\\_risk/Bank\\_risk%20during\\_financial\\_crisis\\_business\\_models\\_matter\\_European\\_Central\\_Bank.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/conference/2011/global_sys_risk/Bank_risk%20during_financial_crisis_business_models_matter_European_Central_Bank.pdf) (дата обращения: 25.04.2017)
29. Barsky, R. Preference parameters and behavioral heterogeneity: An experimental approach in the health and retirement study / R. B. Barsky, F. T. Juster, M. S. Kimball, M. D. Shapiro // *Quarterly Journal of Economics*. – 1997. – Vol. 112. – P. 537-579.
30. Baysinger, B. Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition / B. D. Baysinger, H. N. Butler // *Journal of Law, Economics and Organization*. – 1985. – Vol. 1, N. 1. – P. 101-124.
31. Bebchuk, L. The costs of entrenched boards / L. A. Bebchuk, A. Cohen // *Journal of Financial Economics*. – 2009. – Vol. 22. – P. 783-827.
32. Bebchuk, L. What matters in corporate governance? / L. A. Bebchuk, A. Cohen, A. Ferrel // *Review of Financial Studies*. – 2005. – Vol. 78, N. 2. – P. 409-433.
33. Bebchuk, L. Stock pyramids, cross-ownership, dual-class equity: the creation of agency costs of separating control from cash flow rights / L. Bebchuk, R. Kraakman, G. Triantis // *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*. – 1999. – N. 249
34. Bebchuk, L. Regulating Bankers' Pay / L. A. Bebchuk, H. Spamann // *Georgetown Law Journal*. – 2010. – Vol. 98. – P. 247-287.
35. Berger, A. Executive Board Composition and Bank Risk Taking / A.N. Berger., T. Kick, K. Schaeck // *Bangor Business School Working Paper*. – 2012 .

36. Berle, A.A. The modern corporation and private property / A.A. Berle, G. C. Means. – 6th ed. – New York. : Macmillan, 1932.
37. Berman, E. Responsible Risk-Taking / E. Berman, J. West. // Public Administration Review. – 1998. – Vol. 58, N. 4. – P. 346.352.
38. Bertrand. M Managing with style: The effect of managers on firm policies / M. Bertrand, A. Schoar // Quarterly Journal of Economics. – 2003. Vol. 118. – P. 1169-1208.
39. Bhagat, S. The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Performance / S. Bhagat, B. Black // Journal of Corporate Law. – 2002. – Winter. – P. 231-273.
40. Bharat, S. Are Women executives disadvantaged? / S. Bharat, M. Narayan // University of Michigan Working Paper. – 2009.
41. Bilimoria, D. Building the Business Case for Women Corporate Directors / D. Bilimpria // Women on Corporate Boards of Directors: International Challenges and Opportunities. – 2000. – P. 25–40.
42. Board matters quarterly [Электронный ресурс] // EY Center for Board Matter. – Режим доступа: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-board-matters-quarterly-january-2017/\\$FILE/EY-board-matters-quarterly-january-2017.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-board-matters-quarterly-january-2017/$FILE/EY-board-matters-quarterly-january-2017.pdf) (дата обращения: 13.05.5017)
43. Bolton, P. Blocks, liquidity and corporate control // P. Bolton, E. Thaden // Journal of Finance. – 1998. – Vol. 53. – P. 1-25.
44. Boubaker, S. Large shareholders and firm risk-taking behavior [Электронный ресурс] / S. Boubaker, P. Nguyen, W. Rouatbi // Financial Markets & Corporate Governance Conference. – 2012. – Режим доступа: <https://ssrn.com/abstract=2026038> (дата обращения: 25.04.2017)
45. Bowman, E.H. A risk/return paradox for strategic management / E.H. Bowman // Sloan Management Review. – 1980. – Vol.12 – P. 17-31.
46. Bowman, E.H. Risk Seeking by Troubled Firms / E.H. Bowman // Sloan Management Review. – 1982. – Vol. 23 – P.33-42.
47. Boyd, H. Size and performance of banking firms: Testing the predictions of theory / H. Boyd, E. Runkle // Journal of Banking & Finance. – 1993. – Vol. 17, N. 1. – P. 43-63.
48. Campbell, Y. Household Finance / Y. Campell // Journal of Finance. – 2001. – Vol. 31. – P. 1553–1604.

49. Carducci, B. Type A and risk taking in everyday money matters / B. J. Carducci, A. S. Wong // *Journal of Business and Psychology*. – 1998. – Vol. 12. – P. 355-359.
50. Carter, D. Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value / D. Carter, B. Simkins, W. Simpson // *Financial Review*. – 2003. – Vol. 38, N 1. – P. 33–53.
51. Cheng, S. Board size and the variability of corporate performance / S. Cheng, // *Journal of Financial Economics*. – 2008. – Vol. 87. – P. 157–176.
52. Christiansen, C. Are economists more likely to hold stocks? / C. J. Christiansen, S. Joensen, J. -Rangvid // *Review of Finance* – 2008. – Vol. 12. – P. 465–496.
53. Corporate Governance [Электронный ресурс] // International Financial Corporation. – Режим доступа: [http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics\\_Ext\\_Content/IFC\\_External\\_Corporate\\_Site/IFC+CG](http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/IFC+CG) (дата обращения: 25.04.2017)
54. Cremers, K. Governance mechanisms and equity prices / K. Cremers, V. B. Nair // *The Journal of Finance*. – 2005. – Vol. 60, N. 6. – P. 2859-2894.
55. Crouhy, M. The essentials of risk management / M. Crouhy, D. Galai, R. M. Mark. – 1st ed. – New York etc. : McGraw-Hill, 2005.
56. Dahya, J. Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis / J. Dahya, O. Dimitrov, J.J. McConnell // *Journal of Financial Economics*. – 2008. – Vol. 87. – P. 73-100.
57. Damodaran, A. Strategic Risk Taking; A Framework for Risk Management / A. Damodaran. – New Jersey: Pearson Education, Inc., 2008. – 1-378 p.
58. Demsetz, S. Diversification, size, and risk at bank holding companies / S. Demsetz, E. Strahan // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 1997. – Vol. 29. N. 3. – P. 300-313.
59. Demsetz, H. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences / H. Demsetz, K. Lehn // *Journal of Political Economy*. – 1985. – Vol. 93, N. 6. – P. 1155-1189.
60. Deutsch, Y. A dual agency view of board compensation: the joint effects of outside director and CEO stock options on firm risk / Y. Deutsch, T. Keil, T. Laamanen // *Strategic Management Journal*. – 2011. – Vol. 32, N. 2. – P. 212-227.
61. Dhillon, A. Corporate Control and Multiple Large Shareholders / A. Dhillon, S. Rossetto // Working paper. University of University of Warwick, Department of Economics. – 2009. - Iss. 891. – P. 1-55.

62. Eisenberg, T. Larger board size and decreasing firm value in small firms / T. Eisenberg, S. Sundgren, M. T. Wells // *Journal of Financial Economics*. – 1998. – Vol. 48. – P. 35-54.
63. Faccio, M. Large shareholder diversification and corporate risk-taking / M. Faccio, M. Marchica, R. Mura // *Review of Financial Studies*. – 2011. – Vol. 24. – P. 3601-3641.
64. Faleye, O. Classified boards, firm value, and managerial entrenchment / O. Faleye // *Journal of Financial Economics*. – 2007. – Vol. 83, N. 2. – P. 501-529.
65. Fama, E. F. Separation of ownership and control / E. F. Fama, M. C. Jensen // *Journal of Law and Economics*. – 1983. – Vol. 26, N. 2. – P. 301-325.
66. Farrell K. Additions to corporate boards: The effect of gender / K. A. Farrell, P. L. Hersch // *Journal of Corporate Finance*. – 2005. – Vol. 11. – P. 85-106.
67. Fiegenbaum, A. Attitudes towards Risk and the Risk-Return Paradox: Prospect Theory Explanations / A. Fiegenbaum, H. Thomas // *Academy of Management Journal* – 1988. – Vol. 31 – P. 85-106.
68. Fosberg, R. Outside Directors and Managerial Monitoring / R. Fosberg // *Akron Business and Economic Review*. – 1989. – Summer. – P. 24-35.
69. Franks J., Mayer C. 1994. Corporate Control: A Comparison of Insider and Outsider Systems. Working Paper, London Business School, Institute of Finance and Accounting: London.
70. Gilson, S. Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: evidence on changes in corporate ownership and control when firms default / S. C. Gilson // *Journal of Financial Economics*. – 1990. – Vol. 27, N. 2. – P. 355-387.
71. Grable, J. Financial risk tolerance and additional factors that affect risk taking in everyday money matters / J. E. Grable // *Journal of Business and Psychology*. – 2000. – Vol. 4. – P. 625- 630.
72. Grable, J. Risk tolerance estimation bias: The age effect / J. E. Grable, S. McGill, S. Britt // *Journal of Business and Economics Research*. – 2009. – Vol. 7. – P. 1-12.
73. Graham, J. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field / J. R. Graham, C. R. Harvey // *Journal of Financial Economics*. – 2001. – Vol. 60. – P. 187-243.
74. Groups that work / ed. by J Hackman. – San Francisco: Jossey-Bass, 1989, - 314 p.
75. Güner, A. Financial expertise of directors, / A. B. Güner, U. Malmendier, G. Tate // *Journal of Financial Economics*. – 2008. – V.88. – P.323-354.



76. Guo, R. Undoing the powerful anti-takeover force of staggered boards / R. Guo, T. A. Kruse, T. Nohel // *Journal of Corporate Finance*. – 2008. – Vol. 14, N. 3. – P. 274-288.
77. Harris, M. A Theory of Board Control and Size / M. Harris, A. Raviv // *Review of Financial Studies*. – 2008. – Vol. 21. – P. 1797-832.
78. Hendricks, D. Bank Capital Requirements for Market Risk: The Internal Models Approach [Электронный ресурс] / D. Hendricks, B. Hirtle. – FRBNY Economic Policy Review, 1997. – Режим доступа: <https://pdfs.semanticscholar.org/ebfd/49437dde5e7ee90d7212b98b3741039a8069.pdf> (дата обращения: 31.01.2017).
79. Hermalin, B. The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance / B. Hermalin, M. Weisbach // *Financial Management*. – 1991. – Vol. 20, N. 4. – P. 101-112.
80. Hermalin, B.E. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A survey of the Economic Literature [Электронный ресурс] / B.E. Hermalin, M.S. Weisbach. – FRBNY Economic Policy Review, 2003. – Режим доступа: <https://pdfs.semanticscholar.org/d9ab/5bc4b58b7030ade4b0f2b925bdc089578e21.pdf> (дата обращения: 31.01.2017).
81. James, R. Profit constraints on managerial autonomy: Managerial theory and the unmaking of the corporation president / R. James, M. Soref // *American Sociological review*. – 1981. – Vol. 52. – P. 1-18.
82. Janis, I. Groupthink: Psychological Studies of Policy Decisions and Fiascoes / I. Janis. – 2nd ed. – New York: Houghton Mifflin. – 1982. – 325 p.
83. Jensen, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems / M. C. Jensen // *Journal of Finance*. – 1993. – Vol. 48, N. 3 – P. 831-880.
84. Jensen, M. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure / M. Jensen, H. Meckling // *Journal of Financial Economics*. – 1976. – Vol. 3, N. 4. – P. 305-360.
85. Jianakoplos, N. Are women more risk averse? / N.A. Jianakoplos, A. Bernasek // *Economic Inquiry*. – 1998. – Vol. 36. – P.620-630/
86. John, K. Corporate governance and risk-taking / K. John, L. Litov, B. Yeung // *Journal of Finance*. – 2008. – Vol. 63. – P. 1979-2015.

87. JPMorgan Chase 2016 annual review [Электронный ресурс] // JPMorgan Chase. – режим доступа: <https://www.jpmorganchase.com/corporate/investor-relations/document/2016-annualreport.pdf> (дата обращения: 25.04.2017)
88. Koerniadi, H. Corporate governance and the variability of stock returns: Evidence from New Zeland companies / H. Koerniadi, C. Krishnamurtu, A. Tourani-Rad // International Journal of Managerial Finance. – 2014. – Vol. 10, N. 4. – P. 494-510.
89. Kroll, M. Whose interests do hired top managers pursue? An examination of select mutual and stock life insurers / M. Kroll, P. Wright, P. Theeratorn // Journal of Business Research. – 1993. – Vol. 26, N. 2. – P. 133-148.
90. Laeven, L. Bank governance, regulation and risk taking / L. Laeven, R. Levine // Journal of Financial Economics. – 2009. – Vol. 93, N. 2. – P. 259-275.
91. Lefort, F. Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile / F. Lefort, F. Urzúa // Journal of Business Research. – 2008. – Vol.61. – P. 615-622.
92. Liang, N. Board structure and firm performance: New evidence from China's private firms / N. Liang, J. Li // Academy of Management Annual Conference. – 1999. – August. – P. 7-10.
93. Lipton, M. A modest proposal for improved corporate governance / M. Lipton, J. W. Lorsch // The Business Lawyer. – 1992. – Vol. 48, N. 1 – P. 59-77
94. MacCrimmon, K. Characteristics of Risk Taking Executives / K. R, MacCrimmon, D. A. Wehrung // Management Science. – 1990. – Vol. 36. – P. 422-435.
95. March, J. Managerial perspectives on risk and risk taking / J. March, Z. Shapira // Management Science. – 1987. – Vol. 33, N. 11. – P. 1404-1418.
96. Markowitz, H.M. Portfolio Selection / H. Markowitz // The Journal of Finance. – 1952. – Vol. 7, N. 1. – P. 77-91.
97. May, D. Do managerial motives influence firm risk reduction strategies? / D. May // The Journal of Finance. – 1995. – Vol. 50, N. 4. – P. 1291-1308.
98. Minton, A. Financial Expertise of the Board, Risk Taking, and Performance: Evidence from Bank Holding Companies / A. Minton, J. P. Taillard, R. Williamson // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2014. – V.49, N. 2. – P.351-380.
99. Mishra, D. Multiple large shareholders and corporate risk-taking: Evidence from East Asia / D. Mishra // Corporate Governance: An International Review. – 2011. – Vol. 19. – P. 507-528.

100. Nielsen, S. The Contribution of Women on Boards of Directors: Going beyond the Surface / S. Nielsen, M. Huse // *Corporate Governance: An International Review*. – 2010. – Vol. 18, N 2. – P. 136–148.
101. Paligorova, T. Corporate Risk Taking and Ownership Structure [Электронный ресурс] / T. Paligorova // *Bank of Canada Working papers*. – 2010. – N. 3. – Режим доступа: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/05/wp10-3.pdf> (дата обращения: 25.04.2017)
102. Parrino, R. Measuring investment distortions when risk-averse managers decide whether to undertake risky projects / R. Parrino, M. Potoshman, S. Weisbach // *Financial Management*. – 2005. – Vol. 34. – P. 21-60.
103. Pathan, S. Strong boards, CEO power and bank risk-taking / S. Pathan // *Journal of Banking & Finance*. – 2009. – Vol. 33, N. 7. – P. 1340-1350.
104. Pearce, J. Board Compensation from a Strategic Contingency Perspective / J. Pearce, S. Zahra // *Journal of Management Studies*. – 1991. – Vol. 29. – P. 411–438.
105. Rachdi, H. Board Characteristics, Performance and Risk Taking; Behavior in Tunisian Banks / H. Racdi, I. G. B. Ameer // *International Journal of Business and Management*. – 2011. Vol. 6, N. 6. – P. 88-97.
106. Risk-taking: A Corporate Governance Perspective [Электронный ресурс] // *International Financial Corporation*. – Режим доступа : <http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/9ff11a804c40464698dddaf12db12449/RiskGovJuly2012.pdf?MOD=AJPERES> (дата обращения: 25.04.2017)
107. Sahm, C. How much does risk tolerance change? / C. R. Sahm // *Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion*. – 2007. – Vol.66. – P. 1-42.
108. Sarbanes-Oxley Act of 2002: Закон от 30 июля 2002 года года [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf> (дата обращения: 25.04.2017).
109. Saunders, A. Ownership structure, deregulation, and bank risk taking / A. Saunders, E. Strock, G. Travlos // *The Journal of Finance*. – 1990. – Vol. 45, N. 2. – P. 643-654.
110. Securities Exchange Act of 1934: Закон от 6 июня 1934 года года [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> (дата обращения: 25.04.2017).

111. Shleifer, A. Large shareholders and corporate controls / A. Shleifer, R. Vishny // Journal of Political Economy. – 1986. – Vol. 94. – P. 461-488.
112. Shukeri, S. Does Board of Director's Characteristics Affect Firm Performance? Evidence from Malaysian Public Listed Companies / S. N. Shukeri, O. W. Shin, M. S. Shaari // International Business Research. – 2012. Vol. 5, N. 9. – P. 120-127.
113. Smith, C. The determinants of firms' hedging policies / C. Smith, M. Stulz // Journal of financial and quantitative analysis. – Vol. 20, N. 4. – P. 391-405.
114. Stanford Encyclopedia of Philosophy [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://plato.stanford.edu/> (дата обращения: 25.04.2017)
115. Stone, B. Systematic Interest-Rate Risk in a Two-Index Model of Returns / B. Stone // The Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 1974. – Vol.9, N. 5. – P. 709-721.
116. Strebel, R. Time to bring real shareholders back on board / R. Strebel // Financial Times. – 2009. – February 12<sup>th</sup>.
117. Sundén, A. Gender differences in the allocation of assets in retirement savings plans / A. Sundén, B. J. Surette // American Economic Review Papers and Proceedings. – 1998. – Vol. 88. – P. 207-211.
118. Wallis, M.R. Corporate Risk Taking and Performance: A 20-Year Look at the Petroleum Industry / M.R Wallis // Journal of Petroleum Science and Engineering. – 2005. – Vol. 48. – P. 127-140.
119. Weisbach, M. S. Outside directors and CEO turnover / M. S. Weisbach // Journal of Financial Economics. – 1988. – Vol. 20. – P. 431-460.
120. Women in the Boardroom: A Global Perspective [Электронный ресурс] // Deloitte. – Режим доступа : <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Risk/gx-ccg-women-in-the-boardroom-a-global-perspective4.pdf> (дата обращения: 13.05.2017)
121. Yermack, D. Higher market valuation of companies with small board of directors / D. Yermack // Journal of Financial Economics. – 1996. – Vol. 40, N. 2. – P.185-211.
122. Zahra, S. Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A review and Integrative Model / S.A. Zahra, J.A. Perce II // Journal of Management. – 1989. – Vol. 15, N. 2. – P. 291-334.